全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慕小刚 编著

跟巴菲特学炒股

GEN BAFEITE XUECHAOGU

巴菲特是有史以来最伟大的投资家，他倡导的价值投资理论风靡世界。

巴菲特从100美元起家，通过投资成为拥有680亿美元财富的世界第一大富翁。巴菲特40年来选股仅有22只，投资61亿美元，盈利318亿美元，平均每只股票的投资收益率高达5.2倍，创造了有史以来最惊人的选股神话。

寻找超级明星股，是我们通向真正投资成功的惟一机会。——沃伦·巴菲特

当代世界出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

F830.91/175
2008

慕小刚　编著

跟巴菲特学炒股

GEN BAFEITE XUECHAOGU

巴菲特是有史以来最伟大的投资家，他倡导的价值投资理论风靡世界。

巴菲特从100美元起家，通过投资成为拥有680亿美元财富的世界第一大富翁。巴菲特40年来选股仅有22只，投资61亿美元，盈利318亿美元，平均每只股票的投资收益率高达5.2倍，创造了有史以来最惊人的选股神话。

寻找超级明星股，是我们通向真正投资成功的惟一机会。——沃伦·巴菲特

当代世界出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

跟巴菲特学炒股/綦小刚编著. —北京：当代世界出版社，2008.3
ISBN 978-7-5090-0329-9

Ⅰ.跟… Ⅱ.綦… Ⅲ.股票-证券投资-基本知识 Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2008）第 030289 号

责任编辑：明 哲

出版发行：当代世界出版社
地　　址：北京市复兴路 4 号（100860）
网　　址：http：//www.worldpress.com.cn
编务电话：（010）83908400
发行电话：（010）83908400（传真）
（010）83908408
（010）83908409
经　　销：全国新华书店
印　　刷：北京晨旭印刷厂
开　　本：700×1000 毫米 1/16
印　　张：15
字　　数：250 千字
版　　次：2008 年 4 月第 1 版
印　　次：2008 年 4 月第 1 次
印　　数：1~6000 册
书　　号：ISBN 978-7-5090-0329-9/F·023
定　　价：29.80 元

如发现印装质量问题，请与承印厂联系调换。
版权所有，翻印必究；未经许可，不得转载！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FOREWORD 前言

五岁时，巴菲特开始在家中摆地摊兜售口香糖。

到了六岁，他就卖可乐赚钱。

七岁发高烧住院时，他在病床上用铅笔在纸上写满数字，并告诉护士，这些数字代表他将来所拥有的财富。

1941 年，巴菲特刚刚跨进 11 岁，便投身股海中，购买了平生第一张股票。

13 岁的时候，巴菲特又靠送报纸赚到了自己的第一笔 1000 美元。

1997 年，巴菲特的身价添上了第十个“零”，这一年他 67 岁。

沃伦·巴菲特在半个多世纪的时间里，从 100 美元开始，通过投资炒股成为个人资产高达 520 亿美元的世界第二富豪，被赞誉为“当代最伟大的投资者”。

早在 2003 年巴菲特就公开表示：当前在全球经济中，中国是为数不多的亮点之一，投资中国企业将是一个很不错的选择。随后，巴菲特就在香港市场上悄悄吸纳了中国石油天然气股份有限公司的股票，并成为该公司的第三大股东。跟在“股神”巴菲特之后，外资开始掀起了一股“炒港股”热潮。

2007 年的中国舞台中心，是属于证券市场的。数以万计的中国人将自己手中的大量资金用在了购买“股票”和“基金”上，中国股市瞬间“牛气冲天”。然而，对于大多数以前从未接触过股票市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的“散户”来说，如何将资金用在“刀刃”是最急需解决的重要问题。

对于很多“股民”来说，巴菲特这个名字，也许还比较陌生。但对于可口可乐、吉列剃须刀、麦当劳、迪斯尼，大家可以说是耳熟能详。而巴菲特的投资帝国已经掌控了包括上述公司在内的八家全球著名企业的大份额股份。每一位炒股的人，要想取得较好的长期投资业绩，最好的办法是学习股神巴菲特简单易懂却非常有效的炒股投资策略。

为了满足广大炒股者的需求，我们出版了这本《跟巴菲特学炒股》，本书在系统收集整理巴菲特本人炒股论述的基础上，根据巴菲特多年来的投资经验，整理了巴菲特大量精彩的投资智慧妙语，结合有关炒股投资的研究成果归纳和分析巴菲特式炒股技巧在实际应用中的操作技术细节，总结了巴菲特投资策略的基本原则，并选取有关研究成果以及巴菲特经典投资案例分析了这些原则的实践应用，使本书成为一本巴菲特为炒股者讲述如何在投资股票投资市场上赚钱的详细教程，是炒股者在短期内系统学习巴菲特股票投资策略的最佳选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CONTENTS 目录

第一章 不被市场情绪和他人左右

“自己的直觉，是自己对即将购买的股票和企业的第一感觉，这种感觉是建立在对企业的充分了解之上的，但是，这种感觉很容易受到所谓的股市行情的干扰，特别是对于那些对股票投资不熟悉的投资者，往往受到这种干扰的影响，改变原本是正确的投资决定，使结果适得其反。”

——沃伦·巴菲特

1. 市场经常是无效的……(2)
2. 相信自己，摆脱旧思想的约束……(7)
3. 不要浪费时间在预测市场上……(12)
4. 不担心经济形势，不理会股票市场的每日涨跌……(16)
5. 投资者最大的敌人是自己……(19)
6. 战胜市场的秘诀：忽视短期波动，购买未来……(24)
7. 我们应该抓住机会，而不是重视市场……(28)
8. 利用市场的无知和情绪化而得益……(31)
9. 用自律来应对“集团的疯狂”……(34)
10. 在别人小心谨慎时勇往直前……(39)
11. 巴菲特的“金定律”……(42)
12. 赢家暗语——“5+12+8”……(46)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

第二章　精心选股，集中投资

“我不会同时投资50种或70种企业，那是诺亚方舟式的传统投资法，最后你会像开了一家动物园。我喜欢以适当的资金规模集中投资于少数几家企业。”

——沃伦·巴菲特

1. 集中投资的最大优势：长期收益率高 …………………………（50）
2. 学会估计成功的概率 ……………………………………………（52）
3. 股票投资应该像管孩子，而不是开动物园 ……………………（55）
4. 一旦决定，就需大笔买入 ………………………………………（62）
5. 集中投资可以降低风险 …………………………………………（65）
6. 巴菲特的投资原则 ………………………………………………（69）
7. 巴菲特给投资者的十建议 ………………………………………（71）
8. 在投资过程中如何运作 …………………………………………（73）

第三章　只投资未来收益确定性高的企业

“研究我们过去对子公司和普通股的投资时，你会看到我们偏爱那些不太可能发生重大变化的公司和产业。我们这样选择的原因很简单：在进行两者（子公司和普通股）中的任何一种投资时，我们寻找那些我们相信在从现在开始的10年或20年的时间里实际上肯定拥有巨大竞争力的企业。至于那些迅速转变的产业环境，它可能会提供巨大的成功机会，但是，它排除了我们寻找的确定性。”

——沃伦·巴菲特

1. 买的是企业家的头脑 ……………………………………………（80）
2. 投资企业需要精挑细选 …………………………………………（84）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 独具慧眼的多方位投资 …………………………………… (88)
4. 破釜沉舟，背水一战张显大智慧 ……………………………… (93)
5. 学会分析企业，而不是停留在表面 …………………………… (99)
6. 将目光锁定在投资明显企业上……………………………… (106)
7. 选择自己熟悉的行业领域……………………………………… (113)
8. “消费垄断”公司的威力……………………………………… (119)
9. 重视投资企业的管理层品质………………………………… (124)
10. 寻找卓越企业的三条“标尺” ……………………………… (131)

第四章 抛弃“短炒”，钟情“长持”

“我从不认为长期投资非常困难……你持有一只股票，而且从不卖出，这就是长期投资。我和查理都希望长期持有我们的股票。事实上，我们希望与我们持有的股票白头偕老。我们喜欢购买企业。我们不喜欢出售，我们希望与企业终生相伴。”

——沃伦·巴菲特

1. 收购通用过一把“投机”瘾 ………………………………… (138)
2. 交易成本因“长持”而变低 ………………………………… (143)
3. “长持”，尽可能减少缴纳资本利得税的绝佳方法 ………… (145)
4. 股票市场并不需要交易活跃……………………………………… (148)
5. 长期持有，与企业终生为伴……………………………………… (150)
6. 企业价值增值能力决定持有的态度…………………………… (153)
7. 复利让你的财富像滚雪球一般迅速增大……………………… (156)
8. 把投资当成经营企业是最聪明的投资方式………………… (160)
9. 切忌“长期投资”的误区 ……………………………………… (162)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章　套利：最佳的短期投资方式

“我们有时把从事套利交易作为持有短期货币市场证券的一种替代。当然，我们会优先考虑做一些重要的长期交易。但是除了这些好的交易之外，我们经常还有一些剩余的资金。在这样的情况下，套利交易经常会获得高于国库券的收益。”

——沃伦·巴菲特

1. 运用现金资产进行套利…………………………………………（166）
2. 格雷厄姆的套利公式在巴菲特身上的体现……………………（168）
3. 巴菲特的套利原则………………………………………………（171）
4. 准确评估，慎重行动……………………………………………（173）
5. 并购套利的巨大收益……………………………………………（176）
6. 只投资已经公告转移的公司……………………………………（183）
7. 主观概率法预测风险套购………………………………………（185）

第六章　安全投资，永不赔钱

“经验显示，经营盈利能力最好的企业，经常是那些现在的经营方式与五年前甚至十年前几乎完全相同的企业。当然管理层决不能够过于自满。企业总是不断有机会进一步改善服务、产品、生产技术等方面，这些机会自然要好好把握。但是，一家公司如果经常发生重大变化，就可能会因此经常遭受重大失误。推而广之，在一块动荡不安的经济土地之上，是不太可能形成一座固若金汤的城堡似的经济特许权，而这样的经济特许权正是企业持续取得超额利润的关键因素。”

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 越保守越可靠……………………………………………………（188）
2. 公司越稳定，估值越可靠………………………………………（192）
3. 内在价值的重要性…………………………………………………（196）
5. 无形资产大于有形资产…………………………………………（199）
6. 危机带来投资的好时机…………………………………………（203）
7. 先慎重决定，后以理想价位买入……………………………（208）
8. 买进价位的决定性作用…………………………………………（213）
9. 止损关键在于意志坚定…………………………………………（216）

第七章　何时买卖比买卖何种股票更重要

“我不会只为增加我们公司收入的一点零头就停止一项利润在正常水平以下的业务，但如果公司一旦出现将来可能会大亏本的迹象，那么，哪怕它目前效益很好，也不能继续提供资金。”

——沃伦·巴菲特

1. 买进靠耐心，卖出靠决心…………………………………………（220）
2. 把握好退出时机……………………………………………………（222）
3. 我们要的是利润，而不是损失…………………………………（224）
4. 在长期持有和何时卖出间权衡利弊…………………………（228）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“自己的直觉，是自己对即将购买的股票和企业的第一感觉，这种感觉是建立在对企业的充分了解之上的，但是，这种感觉很容易受到所谓的股市行情的干扰，特别是对于那些对股票投资不熟悉的投资者，往往受到这种干扰的影响，改变原本是正确的投资决定，使结果适得其反。”

——沃伦·巴菲特

第一章 不被市场情绪和他人左右

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 市场经常是无效的

巴菲特认为市场并不总是有效的，而是经常无效的。他持续战胜市场的原因是远比“市场先生”更加了解买入的公司并能够正确估价，从而利用市场价格与内在价值的差异获利。

巴菲特本人对充斥学院研究的有效市场理论不屑一顾。在他看来，根本没有必要学习那些有效市场理论，他曾调侃道：“如果市场总是有效的，我只会在大街上手提马口铁罐到处流浪。”他强调：“要想成功地进行投资，你不需要懂得什么贝塔值、有效市场、现代投资组合理论、期权定价或是新兴市场。事实上，大家最好对这些东西一无所知。当然我的这种看法与大多数商学院的主流观点有着根本的不同，这些商学院的金融课程主要就是那些东西。我们认为，学习投资的学生们只需要接受两门课程的良好教育就足够了，一门是如何评估企业的价值，另一门是如何思考市场价格。”

巴菲特认为市场并不总是有效的，而是经常无效的。他持续战胜市场的原因是远比“市场先生”更加了解买入的公司并能够正确估价，从而利用市场价格与内在价值的差异获利。

曾经有一则小故事这样讲述了有效市场理论的无效：两位信奉有效市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场理论的经济学教授在芝加哥大学散步，忽然看到前方有一张像是十美元的钞票，其中一位教授正打算去拾取，另一位拦住他说，“别费劲了，如果它真的是十美元，早就被人捡走了，怎么会还在那里呢?”就在他俩争论时，一位叫花子冲过来捡起钞票，跑到旁边的麦当劳买了一个大汉堡和一大杯可口可乐，边吃边看着两位还在争论的教授。

巴菲特用60年的套利经验来对有效市场理论进行了最猛烈的抨击，并用他最成功的投资案例——投资《华盛顿邮报》说明：如果在普遍信奉有效市场理论的环境中投资更容易击败市场。

20世纪70年代在学术圈子里非常流行的有效市场理论在当时几乎成了神圣的教义。这个理论的观点概括而言就是，由于所有关于股票的公开信息都已经完全反映在投票价格中，所以，股票分析根本就毫无意义。简单地说，市场总是无所不知。因此，信奉有效市场理论的教授们说，让一只猴子往股票一览表上掷飞镖所投中的股票而形成的投资组合，其预期收益率会毫不逊色于一个最聪明、最勤奋的证券分析师选出的投资组合。更令人吃惊的是，信奉有效市场理论的并不仅仅是那些学术人士，甚至还有许多专业投资人和公司经理。正如他们所观察到的那样，“市场经常是有效的，但他们由此得出市场永远是有效的结论就完全大错特错了。市场经常有效与市场总是有效两个结论的差别如同白天与黑夜一夜截然不同。”

如果有效市场理论是正确的话，除非靠机遇，否则几乎没有任何个人或团体能取得超出市场的业绩。任何人或团体更不可能持续保持这种超出寻常的业绩。然而巴菲特在过去几十年的骄人业绩就是确凿的证据，这是可能的。还有其他几位步巴菲特后尘的聪明券商，他们也打败了市场，其经验也证明了产生超出市场业绩的可能性。这对于有效市场理论意味着什么呢?

关于有效市场理念为什么不堪一击的主要原因可以总结如下：

（1）投资者不可能总是理智的。按照有效市场理论，投资者使用所有可得信息在市场上定出理智的价位。然而大量行为心理学的研究表明投资



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者并不拥有理智期望值。

（2）投资者对信息的分析不正确。他们总是在依赖捷径来决定股份，而不是依赖最基本的体现公司内在价值的方法。

（3）业绩衡量杠杆强调短期业绩。这使得从长远角度击败市场的可能性不复存在。

巴菲特与有效市场理论的中心分歧点在于：它没有为那些全面分析可得信息并由此占据竞争优势的投资者提供任何成功的假定前提。

巴菲特个人认为，格雷厄姆—纽曼公司、巴菲特合伙公司以及伯克希尔公司连续60年的套利经验（同时还有很多其他证据），完全可以说明有效市场理论是多么荒唐透顶。在格雷厄姆—纽曼公司的时候，巴菲特曾研究过该公司1926～1956年营业期间内套利获利的情况，在没有财务杠杆的情况下，年平均回报率达到20%。巴菲特从1956年开始运用本杰明·格雷厄姆的套利原理，先是在巴菲特合伙公司，然后是在伯克希尔公司。尽管他没有做过非常精确的计算，但他的计算足以证明1956～1988年的平均回报率远远超过20%，当然，巴菲特的投资环境要比本杰明·格雷厄姆的好得多，他没有经历股市大崩溃的1929～1932年。

巴菲特说："在63年中，包括分红在内市场总体的年回报率低于10%。如果把所有的投资收益再投资，那么1000美元就可以增长到40.5万美元。而我们年均20%的收益率则可以使同样的1000美元增长到9700万美元。这种让我们心动的统计意义上的巨大差别，无疑可以激起任何人的好奇心。然而，有效市场理论的鼓吹者似乎从来没有对这类与其理论并不一致的证据产生过兴趣。当然，今天他们不再像过去那样对这个理念夸夸其谈，但据我所知，无论他们曾经误导过多少学生，至今还没有一个人公开承认有效市场理论是错误的。而且，在大部分商学院里，有效市场理论仍然是投资课程的主要组成部分。很明显，不愿公开收回自己的主张，并揭开神秘的理论面纱，并不仅限于神学家。

自然，那些生吞活剥有效市场理论的学生们以及招摇撞骗的投资专家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们，对于我们及其他格雷厄姆的追随者反而提供了投资上的巨大帮助。在任何竞赛中——无论是金融的，脑力的或者体力的——面对一群被灌输了即使尝试也毫无用途的对手们，我们当然仍有巨大的优势。从利己主义的观点来看，格雷厄姆的追随者们可能应当资助那些大学教授们，以保证有效市场理论永远传授下去。尽管我们这样说，还是有必要提出一个警告：最近的套利活动似乎越轻而易举起来，但这并非一种能够保证每年都有20%利润的投资方式，或者说肯定有其他类似的利润。正如前面所讲的那样，在大部分时间里，市场是比较有效率的：在过去63年里，我们每抓住一次套利机会，同时会放弃很多套利机会，因为它们的定价看上去已经比较合理了。”

在20世纪70年代早期，大多数机构投资者都认为，企业价值的多少在决定股票买入或卖出价格时毫无用途。现在这种观点看来简直令人难以置信。但是，当时的机构投资者中了名牌商学院的魔法，这些学院鼓吹一种新潮的投资理论：股票市场完全有效，因此计算企业价值，甚至思考企业价值——在投资活动中毫无用途。巴菲特说：“我们深受这些学术理论的恩惠：在智力竞赛中，无论是桥牌、国际象棋或是选股，遇上那些认为思考是在浪费精力的对手，还有什么会比这种对手让你更有优势的呢?”

1973～1974年间，《华盛顿邮报》经营依旧非常良好，内在价值持续增长。尽管如此，巴菲特持股的《华盛顿邮报》市值却下跌25%，由买入成本1060万美元变成800万美元。本来在一年前巴菲特觉得已经便宜得可笑的股票变得更加便宜了，无比智慧的市场又将《华盛顿邮报》的股价相对于其内在价值进一步向下调整了20%。

巴菲特在2003年致股东的信中不无得意地说：“你们当然知道我们这次投资的美好结局。《华盛顿邮报》的总裁凯·格雷厄姆既有智慧、勇气，以便宜的价格大量回购公司的股份，又有出众的管理才能，使公司的内在商业价值大幅度增长。与此同时，投资人开始认识到公司非凡的竞争优势，从而使公司股价上升，逐步接近于其内在价值。因此，我们得到了三



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大好处：一是公司内在商业价值快速增长；二是每股商业价值由于公司回购股份又快速增值；三是随着股票被低估的幅度逐渐缩小，股价上涨的幅度超越公司价值的实际增长幅度。”

除了 1985 年根据持股比例在回购中买回给公司的股份外，巴菲特 1973 年投资 1060 万美元买入《华盛顿邮报》股份一直持有至今，这些股份的市值加上因回购而出售股份所得的收入共有 22.1 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 相信自己，摆脱旧思想的约束

对于从小就习惯于与群体和社会保持一致的大多数投资人来说，在股市中要摆脱追随大众的思维，坚持自己独立的判断，需要很大的勇气与自信。巴菲特在伯克希尔公司2000年报中引用了凯恩斯的名言："困难的是摆脱旧思想的束缚，而不是新思想的运用。"做到与众不同确实不易，但是，这是投资取胜的关键。

20世纪80年代在人们的记忆中，被认为是改变了财务管理界的10年。计算机程式交易（利用计算机程式掌握不同市场的行情，对股票、期货、选择权等进行买卖）、举债收购、垃圾债券、衍生性金融商品和指数期货，如人们所预料地震惊了许多投资人。在基金经理人之间的那些界限已经变得模糊；基础证券研究在弹指之间已经被计算机所取代；黑箱作业（black boxes）取代了经营访问和调查；自动化代替了直觉。今天，一般投资人已经变得不再容易被蛊惑，并且与金融市场疏远了。随着大多数的基金经理人无法再为他们委托人的投资组合增加资产价值，我们可以很容易地了解到消极的指数投资为何如此受到欢迎。

在20世纪80年代后的数十年中，又产生了许多不同的投资方法，如小资本化、大资本化、成长法、价值法、动态法、主题法、产业循环法等，都曾证明它们在投资上是有益的。但有的时候，这些方法也不管用，而使它们的追随者无法突破瓶颈。巴菲特则是个例外，他还没有经历过投



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资策略无效的时期。他的投资绩效被广泛证明是持续的领先者。当投资人和投机客都分心于寻找更好的投资策略时，巴菲特已经悄悄地聚集了一笔数十亿美元的财富。自始至终，他都将投资当作一种企业经营活动，而以一般常识作为他的投资哲学。

对于在股市中要相信并坚持自己的独立判断，巴菲特有这样一段话："自己的直觉，是自己对即将购买的股票和企业的第一感觉，这种感觉是建立在对企业的充分了解之上的，但是，这种感觉很容易受到所谓的股市行情的干扰，特别是对于那些对股票投资不熟悉的投资者，往往受到这种干扰的影响，改变原本是正确的投资决定，使结果适得其反。"

巴菲特对投资的独特认知，使他对证券分析师、技术分析师、基金经理人、财务顾问等持不屑一顾的态度。其独特的投资认知主要体现在以下几点。

（1）不需要阅读证券公司的报告

证券分析师的工作，就是将所有股票列入三个等级之一：应该买入的好股、应该继续持有的中等股和应该卖出的坏股。大半的股票分析师都附属于证券公司，而证券公司的生存能力，还取决于股票的交易量。因此，为了增加营业额，股票价格的极度波动对证券公司是一大好事。

基金经理也是股票分析师报告的一大使用者。美国的基金经理也喜欢交易频繁，一来是可以吃散户投机者的钱，二来可以从证券商会获得丰厚的佣金。

这使得证券分析师和基金经理的股票建议，在类似巴菲特这样的长远投资人眼光看来，非常的漂浮不定。巴菲特把这些分析师和证券商、共同基金经理贬称为思想和行动上过度情绪化的旅鼠。

试想，证券分析师是从一万多家上市公司中分析出几百家给投资者，而巴菲特只要投资区区几家公司，他们就没有本事了。巴菲特对分析师并不客气，他曾说过："只有在华尔街，你才会看到有人开劳斯莱斯上班，却听取搭地铁上班者的意见。"

常常有人将一证券公司分析师的报告给巴菲特看，问他的意见，他一般会很礼貌地收下来，但会不会花一分钟去翻阅，却不一定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）不相信技术分析

技术分析是每个投资者都很关心的事项，就像六合彩、赌马那样，因为时对时错，因而能够满足那些投机者的心理。但这是否是聪明的投资人应该使用的选股方式呢？

巴菲特曾经在刚刚开始投资时被它吸引了短短的一段时间，幸好很快就知错能改，从而避免了亏钱。世界最成功的基金经理彼得·林区也是不相信技术分析的。被雅称为现代金融学之父的法玛教授甚至称技术分析为“占星术”。

巴菲特提醒投资者，技术分析不能为你长期赚钱。他说：“你有看过技术分析师鼓励他的孩子以他的技术分析法选股投资的吗？但他们可能会鼓励孩子学他当技术分析师，尤其是当你明白这个行业可以不停地吸引到还未烧到手的人一试，而且每个课程你都可以每人收取几百、甚至上千元的学费。每个技术分析师都深懂期货经纪人也懂得的致富秘诀：只要自己不玩，肯定发达。”

（3）反对分散投资和短期持有

共同基金经理从全国各地的散户身上收来大笔的资金，将之投资在国内“稳重”的众多蓝筹股里，进行所谓的“分散风险”策略。其实很多散户股民都能够以自己的亲身经历证明，购买很多个股，其实并不一定能够分散风险。

20世纪80年代，各法人机构的投资组合经理人多半沉迷于一个名为“投资组合保险”的投资策略。这个投资策略的核心是将投资组合的项目，永远在高风险资产和低风险资产之间保持平衡，以确保它的收益不会低于某一个预定的最低标准。当投资者所持有的投资组合价值减少的时候，就是因为把资金从高风险的资产（股票）转移到低风险的资产（债券或现金）。相反，在所持有的投资组合价值上涨的时候，则是因为将资金从风险较少的资产转移到较具风险的资产上面。因为要在个别有价证券间转移数以百万计的大量资金并不容易，所以投资组合经理人转而以股票指数期货作为保障他们投资有价证券的方法。

巴菲特担心，无知的投资人会在购买期货时，存有大捞一笔的想法。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他表示，由于购买期货所需的保证金通常不高，常会引来一些如同赌徒一般的投资者，他们只是希望能在短期内获取暴利。这种抢短线的心理，正是低价股票、赌场赌博以及彩券促销者一直能够生存的原因。巴菲特表示，要想有一个健全的投资市场，“我们需要的是寻求长期获利，并以此为投资策略的长期投资人。”

为了更好地证明“投资组合保险”的谬误，巴菲特要求他的读者试着去了解这样一个地主思考模式：他在买进农田之后，因为发现附近农田的价格下跌，于是告诉他的不动产经纪人卖掉农田。这就如同基金，对其拥有的奇异电器或福特汽车的股票，仅仅因为最近一个成交日价格下跌就卖出，或因上一个成交日价格上扬就买进。

试想，就连购下了整个股市里所有公司的股票，也不能够逃出“股灾”的冲击，难道买下一百多、几百种股票，就能做得到吗?

巴菲特很反对这种“分散”风险的作法。他认为，当投资人不知道自己在做些什么时，那才是风险。对于一个懂得他在做什么的投资人而言，没理由叫他放下最好的公司，而去买入排名第二十一的公司的股票。

的确，即便你把鸡蛋放进多个篮子里，也存在风险。亚洲金融风暴即是一例。最佳的投资法是把所有的鸡蛋放进一个篮子里，然后细心地看管这个篮子。最好是把它抓得紧紧的。

一些投资人可能会误以为传统的基金经理每年所收取的1%管理费对自己的收益影响是微不足道的。巴菲特认为这管理费，从长远上来说，会为投资人的投资成果带来巨大的影响。以一般的基金经理投资回报率来说，这区区的1%，在投资人的回报率中却高达10%的比率了。对于投资人而言，每年从资金所赚到的获利中扣除掉高达10%的管理费，可就是一件大事了。是长远下来对投资成果的损害会更大。

这里，有必要提一下为什么巴菲特会重视这1%的基金管理费以及基金经理人的管理费是如何计算的。有的投资者误以为是从获利中抽取某个百分比，因此如果股价下跌、投资没有获利就不必抽取管理费。事实上，基金经理人的管理费是按照整个基金的市价数额来算的。换言之，在亚洲金融风暴股价惨跌情形下，这些基金还是照样每年抽取那1%的管理费。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拿个例子来说，比如一个基金原本总金额是40亿元，每年从基金那儿抽掉的管理费就是4000万元。在金融风暴冲击下，如果这个基金的资产实价只剩下30亿元的话，年度的管理费就是3000万元。

这种“你赚钱我也赚钱，你亏钱我照样赚钱”的基金管理现象是巴菲特不愿看到的。

有些投资理论认为，散户在投资市场中被迫与大型法人投资机构竞争，对其非常不利。巴菲特认为这个结论并不正确。因为大型法人机构的投资者常有一些反复无常和不合逻辑的行为，散户只要能够坚守企业的基本面因素，就可以十分容易获利。根据巴菲物特的说法，散户唯一的弱势是，他们可能被迫在不适当的时机出售手中的股票。巴菲特认为，投资人必须在财务上和心理上都有充分的准备，以应付市场的无常变化。投资人应该了解，股价波动是常有的事。巴菲特说，除非你能够眼睁睁地看着手中的股票跌到只剩买进价格的一半，而还能面不改色，不然你就不应该进入股票市场。

（4）充分相信自己的直觉

巴菲特曾说过：“要充分相信自己的直觉。”曾有人就直觉这个问题去请教巴菲特，他告诉人们，他的投资决定完全取决于自己的直觉，凡是自己感觉能够获得利润的股票，都大胆地投资。事实上，巴菲特的直觉并不是空穴来风，而是源于他对所投资的企业的详细了解和研究。巴菲特说，只要他对企业进行了详细的研究，发现这家企业的经营令自己满意，他根本就不会去理会所谓的股市行情，直觉就能告诉自己这只股票值得自己投资。

巴菲特强调，一个人的直觉往往是非常准确的，对于股票投资来说，这一点特别重要。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 不要浪费时间在预测市场上

任何对沃伦·巴菲特略有所知的人都知道他对预测的立场是清楚明了的：不要浪费你的时间，不管是经济预测、市场预测，还是个股预测，巴菲特坚信预测在投资中根本不会占有一席之地。

巴菲特在他投资生涯的40多年里，获取了巨大的财富和无与伦比的业绩，他的方法就是投资于业绩优秀的公司，与此同时，避免因推测未来的市场走势而给投资者造成诚惶诚恐甚至是灭顶之灾。巴菲特说："事实上，人的贪欲、恐惧和愚蠢是可以预测的，但其后果却是不堪设想的。"

格雷厄姆说："离华尔街越远，你就越会怀疑那些所谓的股市预测或时机。"伯克希尔·哈萨威（Berkshire Hathaway）所在的奥玛哈离纽约那么远，巴菲特不相信所谓市场预测是很合理的事。巴菲特无法预知短期内股价的变动，也不相信有谁可以做到这一点。长久以来他对预测的感觉是：股市预测专家存在的唯一价值，是使算命先生更有面子而已。

任何对沃伦·巴菲特略有所知的人都知道他对预测的立场是清楚明了的：不要浪费你的时间，不管是经济预测、市场预测，还是个股预测，巴菲特坚信预测在投资中根本不会占有一席之地。

他在伯克希尔公司1988年的股东大会上说："对于未来一年的股市走势、利率以及经济动态，我们不做任何预测。我们过去不会、现在不会、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将来也不会预测。我们深信对股票或债券价格所做的短期预测根本是没有用的，预测本身只能够让你更了解预测者，但对于了解未来却毫无帮助。”

“我不知道股市明天、下周或者明年会如何波动。但是在未来的 10 年甚至 20 年里，你一定会经历两种情况：上涨或下跌。关键是你必须要利用市场，而不是被市场利用，千万不要让市场误导你采取错误的行动。查理和我从来不关心股市的走势，因为这毫无必要。也许这还会妨碍我们做出正确的选择。”

在铺天盖地的股评中，股评家经常说股市或某只股票有上涨的动力、下跌的压力等，巴菲特建议投资人千万不要相信股评家：“投资人期望经纪人会告诉你在未来两个月内如何通过股指期货、期权、股票来赚钱完全是一种不可能的幻想。如果能够实现的话，他们也根本不会告诉投资人，他们自己早就赚饱了。”

巴菲特认为，市场与预测是两码事，市场是在变化的，而预测是固定不变的，预测的固定不变只会给分析市场的人以错觉感。

他这样告诫股东们：“分析市场的运作与试图预测市场是两码事，了解这点很重要。我们已经接近了解市场行为的边缘了，但我们还不具备任何预测市场的能力。复杂适应性系统带给我们的教训是市场是在不断变化的，它顽固地拒绝被预测。”

许多投资者仅使用历史评估方法或模式来决定股票什么时候便宜，什么时候贵。但历史评估方法的缺陷是他们对周边一切的依赖性。这就是说对个股的衡量取决于某一特定经济环境：某股的资本回报，某企业的经营状况以及战略实施。换句话说，历史模式只有在公司和行业发展的环境与评估方法建立之初的环境相似的条件下才会奏效。我们今天所处的环境与以前相比不仅各个公司本身发生了很大变化，而且投资者用来比较他们的指数也截然不同了。

股票市场里有成百万的投资者、商人和投机家，他们做出几十亿个决策，而股市就是对这些决策累计行为的反映。所有决策都是独立于他人做出的。每个人对市场的看法都是片面的，但都基于大致相同的信息。当所有这些能因彼此相互作用时，一个市场就形成了。但我们无法仅依照对个



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

案调查而对市场的未来进行预测。在复杂适应性系统里，总体的力量比部分之和要大得多。有时，部分行为形成一种趋势。然而，由于每个单一能因仅有有限的知识，每个人都看到了趋势，但没有人能解释趋势是由什么引起的。由于市场上的所有能因都彼此呼应，一个价格趋势就形成了。正是这个趋势带领人们进行各种预测。

投资人能否依靠猜测市场走势而获利？基金经理人关注市场、分析个股，能否胜过股市整体表现？过去多年众多研究报告已经证明，每年都有超过一半的美国基金经理人输给了指数。换言之，投资人只要买入指数基金而不必去管它，每年还会胜过大半的全职基金经理人。这也难怪最近几年来“指数基金”在美国逐渐流行。毕竟，如果给钱请人来全职管理、分析之后，还输给简简单单的被动性指数投资法，为什么还要花费昂贵的基金管理费呢？

微小的变化总是在悄无声息地改变市场。令投资者感到害怕的是，旧的趋势的崩落丝毫没有预兆。投资者在毫无准备的情况下就被卷了进去，因为所有的信息投入都小到不足以引起投资者的重视。

投资者总是信心十足地认为某种股票或某种市场从整体上将回落到平均域（平均域是一数学概念）——它将跟随某种可预测的定数格局走。但平均域是不稳定的，它基于众多投资者的不同预测的决策之上，而这些投资者又根据其他决策不断调整自己的决策，所以平均域总是在不断移动变化。巴菲特说：“许多投资者认为市场只是一个简单的域性状态，但实际上市场是非域性的、复杂的、适应性的。只有当市场突然停止运作时，预测者的系统才有用武之地。”

投资者在一个缺乏格局认识的世界里该如何应对呢？巴菲特认为应该通过研究正确的部位和正确的层次。尽管经济和市场总体来说是复杂和庞大的，以至于我们无法预测，但是在公司这一层面的格局是可以被认识的。在每个公司的内部都存在着公司格局、管理格局以及金融格局，假如我们研究这些格局，多数情况下我们对公司的未来可以做一个合理的预测。沃伦·巴菲特集中全力研究的正是这些格局而不是其他几百万投资者的不可预测的行为。他说：“我一直觉得受基本原理的支配来估算权重，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要比受心理学的支配来估算投资容易得多。”

但巴菲特认为，忽略政治和经济预测，是许多投资者十分头疼的事情。30 年前，他没有能够预测到越南战争的爆发、物价与工资的调控、两大石油危机等事件，但没有预先知道这些事情的发生并不能阻止巴菲特取得过人的投资业绩。巴菲特说：“所有这些巨磅炸弹级的事件都没有在本·格雷厄姆的投资原则中留下任何痕迹，他们对我们低价购买良好企业也没有产生任何不利影响。假若我们让这些不可知的恐惧拖住手脚或改变资金的使用，你可以想象一下我们要付出的代价。”

如果投资者们想到某种格局，不管他们对格局的认识有多少错误，他们都会参照对格局的认识而行动。一旦你认识到市场是一个复杂的适应性系统，你会自愿地放弃预测的想法。你也会明白市场将逐步达到其繁荣与萧条的关键点。

巴菲特解释说：“在今后 30 年里，一系列不同的大事肯定会发生。我们既不要试图预测这些事件，也不要试图从中获利。只要我们找到同我们过去购买的公司相似的企业，外部的意外事件将会对我们的长期结果产生极小的影响。”

所以，下次当你被诱惑相信你已最终找到一种可实现利润而且可以被重复使用的格局时，当你被市场的不可预测性惊得目瞪口呆时，记住巴菲特说的话：“面对两种不愉快的事实吧：未来是永不明朗的；而且在股市上要达到令人愉快的共识，代价是巨大的。不确定性是长期价值购买者的朋友。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 不担心经济形势，不理会股票市场的每日涨跌

巴菲特认为：如果一个人打算拥有一家杰出企业的股份并长期持有，但又去注意每一日股市的变动是不合逻辑的。最后他将会惊讶地发现，不去持续注意市场变化，他的投资组合反而变得更有价值。

巴菲特认为正如人们无需徒劳无功地花费时间担心股票市场的价格，也无需担心经济形势："不要浪费你的时间和精力去分析什么经济形势，去看每日股票的涨跌，你花的时间越多，你就越容易陷入思想的混乱并难以自拔。"如果你发现自己正在讨论或思考经济是否稳定地成长，或正走向萧条，利率是否会上扬或下跌，或是否有通货膨胀或通货紧缩，慢点！让你自己喘一口气。巴菲特原本就认为经济有通货膨胀的倾向，除此之外，他并不浪费时间或精神去分析经济情势。

投资人时常以一个经济上的假设作为起点，然后在这完美的设计里选择股票来巧妙地配合它。巴菲特认为这个想法是愚蠢的。首先，没有人具备预测经济形势的能力，同样，对股票市场也无预测能力。其次，如果你选择的股票会在某一特定的经济环境里获益，你不可避免地会面临变动与投机。不管你是否能正确预知经济形势，你的投资组合将视下一波经济景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

气如何，而决定其报酬。巴菲特较喜欢购买在任何经济形势中都有机会获益的企业。当然，整个经济力量可以影响毛利率，但是整体看来，不管经济是否景气，巴菲特的企业都能够得到不错的收益。在选择并拥有有能力在任何经济环境中获利的企业，时间将被更聪明地运用；而不定期地短期持有股票，只能在正确预测经济景气时，才可以获利。

除了不必担心经济形势之外，巴菲特还对股票市场的每日涨跌无动于衷，这一点说起来让人难以置信。

巴菲特解释说："请记得股票市场是狂癫与抑郁症交替发作的场所。有的时候它对未来的期望感到兴奋，而在其他时候，又显出不合理的沮丧。当然，这样的行为创造出了投资机会，特别是杰出企业的股价跌到不合理的低价时。但是，正如你不会采信来自有情绪起伏不定倾向的顾问的建议，你也不应该允许股市操纵你的投资行动。股票市场并不是投资顾问，它的存在只是为了帮助你买进或卖出股票罢了。如果你相信股票市场比你更聪明，你可以照着股价指数的引导来投资你的金钱。但是如果你已经做好你的准备作业，并彻底了解你投资的企业，同时坚信自己比股票市场更了解企业，那就拒绝市场的诱惑吧！"

在巴菲特的办公室里并没有股票行情终端机，而且，没有它，巴菲特似乎也能轻易过关。巴菲特认为：如果一个人打算拥有一家杰出企业的股份并长期持有，但又去注意每一日股市的变动是不合逻辑的。最后他将会惊讶地发现，不去持续注意市场变化，他的投资组合反而变得更有价值。不妨做个测验，试着不要注意市价 48 小时，不要看着计算机、不要对照报纸、不要听股票市场的摘要报告、不要阅读市场日志。如果在两天之后持股公司的状况仍然不错，试着离开股票市场三天，接着离开一个星期。很快地，他将会相信自己的投资状况仍然健康，而他的公司仍然运作良好，虽然他并未注意它们的股票报价。

"在我们买了股票之后，即使市场休市一两年，我们也不会有任何困扰，"巴菲特说，"我们不需对拥有百分之百股权的喜诗或布朗鞋业，每天



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注意它们的股价，以确认我们的权益。既然如此，我们是否也需要注意可口可乐的报价呢，我们只拥有它 7% 的股权。”很显然，巴菲特告诉我们，他不需要市场的报价来确认伯克希尔的普通股投资。对于投资个人，道理是相同的。当我们的注意力转向股票市场，而且在心中的唯一疑问是“有没有人最近做了什么愚蠢的事，让我有机会用不错的价格购买一家好的企业”时，我们就已经接近巴菲特的水准了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 投资者最大的敌人是自己

现实中的投资者并非象有效市场理论中假设的那样是完全理性的，而是“有限理性”投资者。由于投资者是有限理性的，在其投资决策过程中常常会受到各种心理因素的影响，导致出现大量认知和行为偏差。通俗地讲就是智力正常、教育良好的聪明人却经常做傻事。

巴菲特对投资者的非理性有着深刻的认识：“股市只是一个可以观察是否有人出钱去做某件蠢事的参照。当我们投资股票时，我们同时也投资于商业。”巴菲特在伯克希尔公司 1998 年 9 月 16 日的股东特别会议上说：“我们希望股票市场上傻子越多越好。”

行为金融学的研究成果最终也表明了巴菲特是正确的，投资者在投资中经常会犯下非理性的愚蠢错误。行为金融理论研究表明，亏损的投资者往往是那些容易受到市场波动影响、经常出现行为认知偏差的人。现实中的投资者并非象有效市场理论中假设的那样是完全理性的，而是“有限理性”投资者。由于投资者是有限理性的，在其投资决策过程中常常会受到各种心理因素的影响，导致出现大量认知和行为偏差。通俗地讲就是智力正常、教育良好的聪明人却经常做傻事。

行为金融学研究发现证券市场投资者中的常见愚蠢错误有以下几种：

（1）过度自信



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心理学研究表明，人们总是对自己的知识和能力过度自信，过度自信几乎是人类最根深蒂固的心理特征之一。在投资行为中，投资者往往过于相信自己的判断能力，高估自己成功的机会，认为自己能够“把握”市场，把成功归功于自己的能力，而低估运气和外部环境在其中的作用。研究还表明，各领域内的专家往往比普通人更趋向于过度自信，金融专业人士（证券分析师、机构投资者）也是如此。过度自信的产生有其深刻的心理学基础，证券市场的巨大不确定性使投资者无法做出适当的权衡，非常容易出现行为认知偏差。过度自信是行为金融学中研究最多的认知偏差，市场上的很多非理性行为都是由投资者过度自信造成的，最典型的投资者行为是过度交易，推高成交量，导致高昂的交易成本，从而对投资者的财富造成损失。

（2）自归因

自归因（Self－Contribution）指的是人们总是将过去的成果归功于自己，而将失败归因于外部因素的心理特性。投资者将投资成功归功于自己的能力，而投资失败则归咎于外部因素的不利。这样，投资者的自信心将随着公开信息与自有信息的一致而不断加强；但一旦公开信息与自有信息相反时，其自信心并不等量地削弱。

（3）从众行为

从众行为指与大多数人一样思考、感觉、行动，与大多数人在一起，与大多数人保持一致。这个概念被金融学家借用来描述金融市场中的一种非理性行为，指投资者趋向于忽略自己有价值的私有信息，而跟从市场中大多数人的决策方式。从众行为表现为在某个时期，大量投资者采取相同的投资策略或者对于特定的资产产生相同的偏好。

（4）过度反应和反应不足

过度反应是指投资者对最近的公司信息赋予过多的权重，导致对近期趋势的推断过度偏离长期平均值。投资者过于重视新出现的信息，而忽略长期的历史信息，而后者更具有长期趋势的代表意义。因此，投资者经常在坏消息下过度悲观而导致证券价格下跌过度，在好消息下经常过度乐观而导致证券价格上升过度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据过度反应的内涵，不难看出，在过度反应现象下，市场上会出现以下两种等价现象：

①股票价格的异常波动将会伴随随后的价格反方向运动，即超涨的股票在修正中补跌，而同时超跌的股票则会补涨；

②股票价格的异常波动幅度越大，在以后的反向修正中其调整幅度也越大。

这两点已被许多实证结果所发现，同时也是验证过度反应是否存在的依据。

反应不足则是指投资者对新的信息不足，尤其是证券分析师等专业投资者，他们往往对曾经处于困境的公司抱有成见，不能根据公司最近出现的增长而对原来的盈利预期进行足够的修正，导致低估其价值，而错过大好投资机会。

这两种现象的存在对市场有效性理论提出了挑战，因为这意味着在不同的市场中专业的投资者可以利用这些现象获取超额利润，却并不承担额外风险。

(5) 损失厌恶

损失厌恶是指面对同样数量的盈利和损失时，损失却比盈利会给投资者带来更大的情绪影响。研究发现，同等数量的损失带来的负效用为同等数量的盈利的正效用的2.5倍。

损失厌恶导致投资者放弃一项资产的厌恶程度大于得到一项资产的喜悦程度，使决策者更愿意维持现状而不愿意放弃现状下的资产，在投资中表现为买价与卖价的不合理价差。损失厌恶还会导致投资者过于强调短期的投资亏损，而不愿长期持有股票，更愿意投向稳定的债券，使其错失长期的巨大盈利机会。

(6) 选择性偏差

选择性偏差是指这样一种认知倾向：人们喜欢把事物分为典型的几个类别，然后，在对事件进行概率估计时，过分强调这种典型类别的重要性，而不顾有关其他潜在可能性的证据。选择性偏差的后果势必使人们倾向于在实际上是随机的数据序列中“洞察到”某种模式，从而造成系统性



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的预测偏差。大多数投资人坚信“好公司”就是“好股票”，这就是一种选择性偏差。这种认知偏差的产生是由于投资者误把“好公司”的股票混同于“好股票”。其实好公司的股票价格过高时就成了“坏股票”，坏公司的股票价格过低也就成了“好股票”。

当然，在资本市场上，这些现象很少单独出现，而是紧密的联系交织在一起。认知偏差出现的原因，在于人脑的本质功能是处理人与人之间的关系，而不是进行统计计算，大脑处理视觉形象远胜于处理数字逻辑。在许多情况下，认知偏差是我们用以简化日常生活的必要方法，因此，可以说，认知偏差是我们日常生活中认识过程的一部分，也是证券投资中决策过程的一部分。

如果投资者要想战胜市场，首先要认识到自己可能经常会犯的愚蠢错误，并尽可能保持理性，避免出现这些错误，尽可能减少行为认知偏差导致的愚蠢投资决策，才能战胜市场。

格雷厄姆认为，对待价格波动的正确精神是所有成功的股票投资的试金石。实际上“与市场博弈”就等于与自己博弈，因为每个交易者与其他交易者共同形成了市场。无论是在理论上还是在实践中，一个独立的参与市场投机的一般或典型的投资者都不可能比公众更加成功。

格雷厄姆认为，成功的投资者往往是那些个性稳定的人，投资者最大的敌人不是股票市场，而是他自己。即使投资者具有数学、财务、会计方面的高超能力，如果不能掌握自己的情绪，仍难以从投资行动中获益。巴菲特将格雷厄姆的精华总结为：“合适的性格与合适的才智相结合，才会产生理性的投资行为。”

巴菲特指出：“一个投资者必须既具备良好的公司分析能力，同时又必须具备把自己的思想和行为同在市场中肆虐的极易传染的情绪隔绝开来的能力，才有可能取得成功。在我与市场情绪保持隔绝的努力中，我发现将格雷厄姆的市场先生的故事牢记在心非常有用。”

巴菲特在格雷厄姆《聪明的投资人》第四版的前言中写道：“如果你遵从格雷厄姆所倡导的行为与商业原则，你的投资将不会出现拙劣的结果（这是一项远超过你想象范围的成就），你的杰出绩效将取决于运用在投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的努力与智力，以及在你的投资生涯中股票市场所展现的愚蠢程度。市场的表现越是愚蠢，善于捕捉机会的投资者胜率就越大。如果遵循格雷厄姆的话去做，你就能够从别人的愚蠢行为中获益，否则你自己也会干出蠢事。”

由此巴菲特给出了自己有关成功投资者的定义：“成功的投资者往往是那些个性稳定的人，投资者最大的敌人不是股票市场，而是他自己。即使投资者具有数学、财务、会计方面的高超能力，如果不能掌握自己的情绪，仍难以从投资行动中获益。”‘



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 战胜市场的秘诀：忽视短期波动，购买未来

巴菲特说，他敢叫最呆板的表弟去管理类似可口可乐的公司，十年过后，公司还是好好的。但如果叫这位表弟去管理超级市场，等于是让企业快速自杀。巴菲特也曾说过，我们选购公司的时候，应该选那些即使是傻瓜也能够管理的公司，因为，“迟早某个傻瓜准会爬上去主管这家公司的。”

巴菲特建议股东们说：“如果我们有坚定的长期投资期望，那么短期的价格波动对我们来说毫无意义，除非它们能够让我们有机会以更便宜的价格增持股份。”

巴菲特认为，投资者要想战胜市场，就必须具备以下三个正确态度。

（1）忽略股市短期波动而专注于公司长期增长

巴菲特告诉投资者要忽略市场的短期价格波动，专注于公司的长期发展，因为从长期看，市场最终会反映公司的内在价值。因此，在长期投资中投资者一定要忍耐再忍耐：“我们的股权投资使得资本城公司能够取得35亿美元的资金用来并购美国广播公司ABC。虽然对资本城公司来说，ABC作为其主要下属子公司的效益在未来几年内很可能不太理想。但我们对此丝毫不会烦恼，我们会非常耐心地等待。不管你有多么伟大的才华和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

努力，许多事情还是需要时间才能完成：即使你一个月内能让九个女人都怀孕，也不可能在这一个月内就让她们都生出小孩。”

巴菲特的搭档查理·芒格在威斯科财务公司致股东的信中进一步描述了面对市场波动的正确态度：“我们欢迎市场下跌，因为它使我们能以新的、令人感到恐慌的便宜价格拣到更多的股票。那些希望在整个一生金融投资中成为不间断的买家的投资者，都应该对市场波动采取一种相似的态度。然而，遗憾的是现实中恰恰相反，许多投资者不合逻辑地在股票价格上涨时心情愉快，而在股票下跌时闷闷不乐。令人不解的是，在对食品价格的反应中，他们不会表现出这样的混乱：他们知道自己是食品的买家，并且欢迎不断下跌的价格，谴责价格上涨（只有出售食品的商家才会不喜欢价格一路下跌）……完全一样的逻辑指导着我们对伯克希尔公司投资的考虑。只要我还活着，我们就会年复一年地买进公司或公司的一小部分权益，即股票。考虑到这是一个长期的投资策略，那么，下跌的公司股票价格将使我们受益，而上涨的价格使我们受损。低价格最常见的起因是悲观主义，有时是四处弥漫的，有时是一家公司或一个行业所特有的。我们要在这样一种环境下开展业务，不是因为我们喜欢悲观主义，而是因为我们喜欢它造成的低价格。乐观主义才是理性投资的大敌。”

巴菲特在伯克希尔公司2003年年报中再次提醒投资者，股票价格绝对不可能无限期超出公司本身的价值：“还有什么比参与一场牛市更令人振奋的，在牛市中，公司股东得到的回报变得与公司本身缓慢增长的业绩完全脱节。然而，不幸的是，股票价格绝对不可能无限期地超出公司本身的价值。实际上由于股票持有者频繁地买进卖出以及他们承担的投资管理成本，在很长一段时期内他们总体的投资回报必定低于他们所拥有的上市公司的业绩。如果美国公司总体上实现约12%的年净资产收益，那么投资者最终的收益必定低得多。牛市能使数学定律黯淡无光，但却不能废除它们。”

（2）以长期所有者合伙人自居

巴菲特认为，投资者要把自己作为长期投资公司的所有者合伙人，他在伯克希尔公司1996年股东手册中，希望伯克希尔公司波动对我们来说毫



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无意义，除非它们能够让我们有机会以更便宜的价格增持股份。

作为长期投资的所有者合伙人，其投资业绩主要来自于公司内在价值的增长以及市场认识到这些内在价值后对股价的修正。但最根本的因素还是内在价值的增长。1989 年，在伯克希尔公司持有的股票大涨后，巴菲特却非常清醒地认识到未来作为所有者合伙人却只能依靠所投资公司的内在价值增长："我们将继续持有我们的大多数主要股票，无论相对公司内在价值而言它们的市场定价过高还是过低。这种'至死也不分开'的态度，再加上这些股票的价格已经达到高位，将意味着不能预期它们在将来能够还像过去那样快速推动伯克希尔公司的价值增加。也就是说，迄今为止，我们的业绩受益于双重力量的支持：

①我们投资组合中的公司内在价值有出乎意料的增加。

②在市场适当地'修正'这些公司的股价时，相对与其他表现平平的公司而提高对他们的估值，从而给了我们额外的奖赏。我们将继续受益于这些公司的价值增长，我们对他们的未来增长充满信心。但我们的'市场修正'奖赏已经兑现，这意味着我们今后不得不仅依靠另外一种支持，即单纯依靠公司的价值增长。"

（3）投资股票，其实就是"购买未来"。对于一家上市公司而言，过去的辉煌事迹和今日的妥善经营虽是好事，但它们都已反映在今日的股价上了。因此，对于投资人而言，能否为我们赚钱的，是未来的成绩。巴菲特也曾说过，真正决定投资成败的，是公司未来的表现。

试想，如果投资成败是决定于过去和今日，那任何人都能投资致富，根本也不需要很强的分析能力，因为过去和今日的业绩都是公开消息，人人都知道的。就因为投资成绩是由未来而定，所以巴菲特认为，行业的性质比管理人素质更重要。毕竟，人心莫测，管理人可以"变质"，但整体行业情形一般不会那么容易变相。

每一个经济体系里的各种行业，都有着不同程度的竞争情形。有些行业很容易进入，因此竞争异常激烈。另一些行业则因消费者注重品牌等因素，而使得有关整个行业年年获利良好。

巴菲特说，一些行业竞争是非常激烈的，比如超级市场就是一个例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子，而另一些则没有这么激烈的竞争。我们身为消费者也可以亲眼看到，超级市场价格竞争激烈，管理人必须时常关注对手的削价情形，以做出对策。比如世界最大的百货连锁公司沃尔玛的创办人华顿先生在世时就是天天都到主要对手的好几家分店去参观。据他说，目的就是要看看，到底为什么还有人会来这里购物？历史上有很多零售连锁店，开始时赚大钱而快速发展，但最终还是渐渐退步，直到倒闭。

巴菲特说，他敢叫最呆板的表弟去管理类似可口可乐的公司，十年过后，公司还是好好的。但如果叫这位表弟去管理超级市场，等于是让企业快速自杀。巴菲特也曾说过，我们选购公司的时候，应该选那些即使是傻瓜也能够管理的公司，因为，“迟早某个傻瓜准会爬上去主管这家公司的。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 我们应该抓住机会，而不是重视市场

巴菲特观察到，纵使“多头市场”在反转时也可能涌进大量买盘；而在空头市场，仍有许多公司的股票被贱价抛售，通常巴菲特会利用这个大好时机来找寻投资机会。

很多投资人经常受到市场上谣传下一个空头市场即将来临的威胁，于是心生畏惧，进而成为受害者。通常这样的言论一出现，股票经纪人就会打电话告知投资者赶快卖股票以换现金，他们这样做是因为可以趁你卖股票时赚取手续费。当然，下一回你将手中现金再次投入股市时，那些人就又有手续费的收入了。

有人认为投资者这样的作法很愚蠢，首先，空头市场不可能会如计划所排定的时间而发生。再者，那些股票预言家，预测错误的次数和他们猜对的次数一样多。如果某人相信了空头市场即将来临而卖出手中不错的投资，那么这人会发现，通常卖出股票后，所谓的空头市场立即转为多头市场，于是又再次错失良机。

但这些投资者可能又说，如果空头市场不会降临，他可以再回到股市，同时以比较低的价格再买进先前出清的股票。但实际上在他们卖股之后，必须缴交易所得税和付出手续费，所以他们拿到手的现金会比原先的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要少。此外，就算是空头市场真的来临，而他们想趁机再买回原先的股票，也要等到股价跌到可以弥补你所付出的税负和手续费的价位。费雪也提到他所认识的朋友，很少会在空头市场时再度介入股市。

柏纳德·巴洛克依他的经验给投资人一个建议："别期望总是可以买在最低点，卖在最高点，这是不可能办到的——除非是骗子。"巴菲特的解决方法是全然忽视所谓的空头和多头市场。他可以做到是因为他以合理的价格买进股票，如果股价过高而无法提供足够的投资报酬，那么他也不会买进。每日市场的变动不会影响巴菲特，而巴菲特也不去考虑这些事，他所思考的是要投资哪些企业，并以合理的价格买进它们的股票。

巴菲特观察到，纵使"多头市场"在反转时也可能涌进大量买盘；而在空头市场，仍有许多公司的股票被贱价抛售，通常巴菲特会利用这个大好时机来找寻投资机会。

例如1973年，美国股票处于低潮、市场人士大为恐慌之际，大家想尽办法抛售自己的股票，精明的巴菲特却全线杀入，到1975年股票大幅上扬，巴菲特赚得腰包鼓鼓。

最精典的战役是在1987年。

1987年10月18日清晨，美国财政部长在全国电视节目中一语惊人：如果联邦德国不降低利率以刺激经济扩展，美国将考虑让美元继续下跌。

结果，就在第二天，华尔街掀起了一场震惊西方世界的风暴：纽约股票交易所的道·琼斯工业平均指数狂跌508点，六个半小时之内，5000亿美元的财富烟消云散！

第三天，美国各类报纸上，那黑压压的通栏标题压得人喘不过气来："10月大屠杀"、"血染华尔街"、"黑色星期一"、"道·琼斯大崩溃"、"风暴横扫股市！"……

华尔街笼罩在阴霾之中。

这时，巴菲特在投资人疯狂抛售持股的时候开始出动了，他以极低的价格买进他中意的股票，并以一个理想的价位吃进十多亿美元的"可口可乐"。

不久，股票上涨，巴菲特见机抛售手中的股票，大赚特赚了一笔。

在大家认为空头市场的时候，巴菲特并没有卖股票换现金，也没有袖手旁观而缺乏行动。他眼中所看到的尽是机会，而其他的投资人只看到恐惧。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，他还有急流勇退的气魄，该出货的时候决不含糊，留一点残羹剩饭让别人捡拾。他的投资生涯一半是等待机会，还有一大部分时间是在研究和学习，出手的时候仅仅是他完成的一点作业。而我们百姓投资证券市场往往喜欢做“蜂拥而至”里的“那一只蜜蜂”，不喜欢做孤独等待出击时刻的“猎鹰”。风平浪静的时候不下水，大浪滔天的时候跳进去，结果就是淹不死也会呛掉半条命。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. 利用市场的无知和情绪化而得益

要想击败市场，第一个条件当然就是不要受市场情绪的影响。而不受市场情绪的影响，首要条件就是为自己确定一些选股的准则。

如果你能够像巴菲特那样找到二十多家常年“现金”回报率超过20%的公司，如果股市是像我们这样聪明理智的话，不管我们是不是巴菲特，我们手上的这些公司股票的回报率，也就等于这些公司的长远“现金”投资回报率。

但事实并不如此。市场是会闹情绪的。每一支股票的价格，都会因市场的情绪而波动。这个波动并不是跟着公司的企业现金获利潜能而上下浮动的。就是这一点，使我们能够把自己选中的优秀公司的长远回报率当成一个“底线”——投资回报率的最低限度，然后利用市场的情绪，来取得更高的回报率。比如，巴菲特一直认为历史上最优秀的品牌公司可口可乐在1919年上市时每股40美元，如果你在当时买入而持有到今天，经过多次配股和配息后，平均每年回报率是20%。这是可口可乐长远上的“平均”股价增值率而已。如果你学巴菲特那样，喜欢以“实值”来看待公司的话，那么你就会专门等到市场情绪低落时才大笔买入你心目中的优秀公司的股票。在可口可乐的例子上，巴菲特在1988年、1989年和1990年都大量购入可口可乐的股份，持有到今日，分别是9～11年，平均每年赚取



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过26%的股价腾升获利。

巴菲特也曾多次强调，他买入一只个股之后，完全不担心这支个股有没有人在买卖。即使买入股票之后，市场关闭长达十年不能买卖这支股票，他也不会忧心。他始终都信奉恩师格拉厄姆的名言："就短期而言，股市是个情绪化的投票机器，但就长期而言，它却是个准确无比的天平。"对巴菲特来说，股市是反应宇宙间所有已知和未知因素的指标。就像天气那样，准确无误的预测是不可能的，最好就是做好准备，任何情况都能应付自如。

普林斯顿大学经济学家马基尔评论说，很多股民买股时，价格虽高了，但却还买下，因为大家心里在想，虽然自己很傻，会以这个价格买入，但买了不久后，就会有更傻的人以更高的价格跟着他们买去，所以今天高价买入并不算傻。马基尔称之为"更傻的人的原理"。

事实上，人类史上从未有过在股市里赚钱的技术分析师，巴菲特也绝对不是像技术分析师那样，靠观看图表来预测市场走势的。巴菲特更不是像国际知名的狙击大师索罗斯那样，以猜测和尝试影响国际市场参与者情绪而赚钱。要知道即使是索罗斯近年来也是亏损连连。

许多投资者很不喜欢拥有那些股价已经下跌很久的股票，却对那些一路上涨的股票非常着迷，但结果却往往是高价买进低价卖出。而巴菲特的实战经历却总表现出另辟蹊径的勇气。

巴菲特指出："事实上，聪明的投资人不但不会预测市场走势，且还会利用这种市场的无知和情绪化而得益。"

巴菲特就是这样一个理性的独辟径者，他极善于把握投资机遇。他看好的投资往往会令其他投资者深感疑惑。但结果却总是证明巴菲特独具慧眼、另辟新径的投资策略是有道理的。他的价值取向就在于他与众不同的投资思维模式，加上理性看待市场。

巴菲特看好大众传播和出版事业的前景，他认为报纸和电视台是很容易了解的行业。他曾拥有华盛顿邮报公司和《水牛城新闻报》20年以上，但他最成功的投资案例是对美国最大报纸发行企业加内公司的投资。

加内公司是采取分散化经营的新闻和大众传播公司，既有全国性报纸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《今日美国》，又有分布全美各地的十家电视台和11家广播电台，更是北美最大的户外广告集团。但当巴菲特20世纪80年代末期买下加内公司4.9%股份时，却是美国传媒业发展的一个低谷，投资者都在廉价倾销他们在纸媒体的投资。而此时加内公司大胆使用加内的产权（也就是用自己的股票）来收购其他报纸，结果《今日美国》扩张成为全美最大的报纸，加内公司盈利开始稳步递增，巴菲特因此又捡了个大便宜。

要想击败市场，第一个条件当然就是不要受市场情绪的影响。而不受市场情绪的影响，首要条件就是为自己确定一些选股的准则。

巴菲特从不公布他选股的本益比标准，但根据那些曾经把本身私人事业卖给巴菲特的创业家所说，巴菲特收购私人企业时，所要求的本益比是不要超过十倍。以1999年初的每股70000美元来算，伯克希尔的“长期预算本益比”是十倍或更低。这也难怪巴菲特于1998年9月16日评论说，他将会第一次做出准备，以便随时购回伯克希尔的股票。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. 用自律来应对“集团的疯狂”

自律就是当别人都疯狂的时候，唯他独醒。自律就是不陷入“集团的疯狂”，适逢经济不景气大家都掉进流沙中，百般挣扎、越陷越深的时候，唯独他采取不动的策略，留下力气，等待好景到来，大家都已筋疲力尽时，才大展身手。

保险业是巴菲特最感兴趣的行业。他所控制的第一家公司伯克希尔纺织企业，开始时还有些盈利，但接下来就亏损连连。巴菲特的成功，就是当纺织业者都忙着把常年盈利投资在工厂的新设备时，聪明地买入了几家保险公司。这几家保险公司的盈利，使伯克希尔得以投资在更多优秀的公司、买入更多的保险公司。

1967 年 3 月，伯克希尔公司以总价 860 万美元购买了总部设在奥玛哈的两家绩优保险公司的股权，它们是国家偿金公司和全国火水保险公司。这是巴菲特传奇般成功的序幕。

保险公司是一流的投资工具。巴菲特早就知道这一点。保险客户支付保费，提供了经常性的流动现金，保险公司就把现金加以投资。保险公司倾向于投资表现能力高的有价证券，主要是股票和债券。巴菲特插手保险业，不只是取得了稳健经营的保险公司，还获得了将来投资所需的丰厚资金来源。

1967 年，国家偿金公司和全国火水保险公司拥有价值 2470 万美元的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券以及720万美元的股票投资组合。在两年之内，巴菲特使它们的股票和债券总值达到4200万美元。这真是一次典型的成功运作。

在20世纪60年代后期，保险是个利润颇佳的行业。1967年年底，国家偿金公司在收到的1680万美元担保费中，就净赚了160万美元。到1968年，净利上升到220万美元，保费则增加到2000万美元。

由于巴菲特在保险业中尝到过甜头，因而对拓展保险领域更是不遗余力。在20世纪70年代，他不失时机地买下了三家保险公司，还购并了五家保险公司。

保险市场竞争激烈，但巴菲特坚持合理公正的价格，从来不做赔本生意。对此，他阐明了自己的态度和应对方式："当市场供应量不足的时候，我们加入大的供应量；而当市场供应充裕的时候，我们略欠竞争力。当然，我们不是因为要做稳定剂而遵循这个政策，是因为我们相信：稳定的价格政策是最合理的、最有利的企业经营方式。"

而巴菲特的竞争对手们则用高于成本的价格来提高市场占有率，但连年的亏损使他们在市场上纷纷消失。

巴菲特一再强调，他领导的伯克希尔始终坚持做一个稳定的保险供应商，他只做价格合理的生意。他的这种与众不同的经营方法被人称为"保险业的安定剂"。巴菲特最近几年也常说，保险业将会是伯克希尔未来的最大扩展功臣和盈利来源。

1998年12月，伯克希尔完成了公司史上最大的收购行动——以近二百亿美元股价收购美国最大的"普通再保险公司"(简称GenRe)。

为什么先前的几家保险公司能为伯克希尔提供强大的威力？为什么巴菲特一直强调保险业将是伯克希尔的主要扩展功臣？为什么今日伯克希尔的资产大半放在保险生意里？

一言以蔽之，巴菲特的强点在于他的投资自律。自律就是理性。自律就是当别人都疯狂的时候，唯他独醒。自律就是不陷入"集团的疯狂"，适逢经济不景气大家都掉进流沙中，百般挣扎、越陷越深的时候，唯独他采取不动的策略，留下力气，等待好景到来，大家都已筋疲力尽时，才大展身手。巴菲特曾说过，知道自己做错了，但还加倍努力的，是最愚蠢不



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过的行为。但人性常情是，大家都错就是对的。这个时候，能够避免群体自毁的，就是投资自律。

这种极端的自律，用在保险业，其威力更是凸显。针对保险业，巴菲特评论说，这是一个管理人的错误能够被成倍加剧的行业。

一般的生意，如果管理人判断错误，通常也只是亏掉公司的一些资本。保险公司的情形是类似银行那样的“杠杆作用”，能够使情况恶化十倍、甚至几十倍。与银行不同的是，保险业还牵涉难度极高的“预测”。在预测未来成本和赔偿方面，保险公司管理人的保守和理性很重要，因为十个人能算出 12 种结果。巴菲特多年来的经验是，保险公司通常都不保守，这导致它们的股东常常受到负面消息的惊吓！

比如，当保险业行情不佳、保费下降时，大家为了争取预定的保额增长率，必须千方百计地削价竞争，宁可以赔钱方式卖出保单，而希望能够从保费的投资上获利弥补。就因为一般保费的收取和付出相差好多年，因此这种卖保单和投资上的错误，往往要等很多年才显现。

巴菲特没有所谓的策略。如果行情好，他就做。如果行情不利，他就缩头。这一点，在管理保险公司上最为明显。他说，视行情而定，他今年可以只卖去年五分之一的保额，也可以卖到去年五倍的保额。这和一般保险公司由上到下，每一阶层都有各自若干百分点的增长率目标的现象截然相反。这也是伯克希尔能够为股东在未来 15 年里赚大钱的秘诀。

伯克希尔也是一个大的再保险公司。一般的保险公司会担心所卖出去的保单在同一时间进行赔偿而无力承担，因此都有向再保险公司购买保险的需求。这在不能人算的天灾方面最明显。美国有两大天灾是加州地震和佛州飓风。这两个州的人们都要为他们的房地产购买巨额的保险，但抢着卖保险给这些人的保险公司，万一发生灾难时是没有这么大的赔付能力的，伯克希尔于是成了这方面的最大再保险公司。

在再保险行业里，稳健经营比在保险行业里更重要。一般投保人买保险时，不太会过问公司的偿还能力，毕竟保险公司都有向再保险公司购买保险。投保人反而视保单价格为首要考虑的因素。但保险公司向再保险公司买保险时，后者的偿还能力可就是首要考虑的，价格却在其次。试想，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一旦需要赔偿时再保险公司赔不起，保单便宜又有什么意义呢？

在这方面，伯克希尔的优势就很明显。收购普通再保险公司之后，伯克希尔是美国境内股东资金最大的公司。平常我们说哪一家公司是最大的，其实主要是以其营业额或盈利的多少来评定的。保险公司寻找再保险公司买保险时，不是看这些数据的。真正反映偿还能力的是股东资金，这也等于“净资产”。换言之，如果公司变卖所有资产、偿还贷款之后，所剩下的才是属于股东的资产。

保险公司都知道，跟伯克希尔买再保，任何时候，伯克希尔都能够悉数赔偿。比如，即使是同一年里加州和佛州两地同时发生地震和飓风，而伯克希尔必须悉数赔偿的话，也只将动用到伯克希尔净资产的 2% 而已。这种优势使伯克希尔能够要求比竞争者更可观的保费。可观的保费也意味着伯克希尔股东获利更多！

巴菲特说，伯克希尔在保险业里，是消费者极其需要的稳定力量。当业者大肆扩展时，伯克希尔收缩，当大家因担心而不敢卖保险时，伯克希尔则入场满足消费者的要求。

美国保险业的普遍现象是，大家都在卖的保险，人人就都敢卖。别人不敢卖的，尤其是很特别的，人人都不敢去动。原因很简单：人人都卖的，你去卖，即使是亏钱的生意，也没人会怪你，毕竟整个行业都在亏钱啊！反而是那些没人敢卖的特殊保险，如果你胆敢去卖，赚钱时没有多少人会称赞你，反而会说你是运气好，一旦亏钱那就要遭殃了。

巴菲特的保险管理哲学是，股东的钱让他管理，就是要他计算出有获利潜能的就去做，而不是为了害怕亏钱时被骂而不敢去做巨大盈利潜能的生意。巴菲特也很惊讶，在保险业里，竞争者有时候很不理智地售卖亏钱的保单。可怕的是，这些保单不但会在多年后出乎意料的出现，而且会导致很惨重的亏损。反而是概率上赚钱的保单却没人敢卖。比如 1998 年底，伯克希尔卖出一宗担保一家新建职业球场贵宾座位票房的保险，就是在无对手情形之下得到的。巴菲特这种独立判断的精神，不但造福了这些不可不买保险的消费者，也为股东们带来巨大的盈利，真是皆大欢喜。

巴菲特更发现，有时不是保险公司不会算概率，而是为了追求常年盈



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利的稳定性，而不敢售卖那些能够赚大钱、但却也可能导致一整年亏损的保单。尤其是美国的保险公司每年都被独立的评估单位审判，因此不敢贸然影响评估等级。伯克希尔规模之庞大且行业又分散，因此不受评估影响，这是一大优势。

在经营保险公司的时候，巴菲特遵守以下三项基本原则：

（1）只能接受自己有能力合理评价的交易风险，并且在自己的官幼范围之内，在对全部相关因素，包括未来有可能发生的风险进行评价之后，把实际业务范围集中在实现预期利润的目标限度内。

（2）把业务范围限制在可以接受的范围之内，确保任何一项交易及其相关因素不会威胁到企业的流动性。

（3）即使保险费率再高，也要避免有可能涉及道德风险的交易。与一个缺乏职业道德的交易伙伴在一起的时候，你不可能为自己找到真正有利可图的项目。尽管大多数投保人和客户都是诚实的，而且具有相当的道德水准，一旦出现个别的例外也足以让保险公司陷入无法自拔的困境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10. 在别人小心谨慎时勇往直前

巴菲特说："价格下跌的共同原因，是因为投资人抱持悲观的态度，有时是针对整个市场，有时是针对特定的公司或产业。我们希望能够在这样的环境下从事商业活动，并不是因为我们喜欢悲观的态度，而是因为我们喜欢它所制造出来的价格。换句话说，理性投资人真正的敌人是乐观主义。"

当巴菲特在20世纪80年代购买通用食品和可口可乐公司股票的时候，大部分华尔街的投资人都觉得这样的交易实在缺乏吸引力。然而，巴菲特的精明正在于此。

当时大多数人都认为通用食品公司是一个不怎么活跃的食品公司，而可口可乐给人的印象则是作风保守，从股票投资的角度来看，是缺乏吸引力的。在巴菲特收购了通用食品的股权之后，由于通货紧缩降低了商品的成本，加上消费者购买行为的增加，使得通用公司的盈余大幅增长。在1985年菲利普摩里斯（美国一家香烟制造公司）收购通用食品公司的时候，股价足足增长了三倍；而在伯克希尔1988年和1989年收购可口可乐公司之后，该公司的股价已经上涨了4倍之多。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在其他的例子里，巴菲特更展现了他在财务恐慌时期，仍然能够毫无畏惧地采取购买行动的魄力。1973～1974 年是美国空头市场的最高点，巴菲特收购了华盛顿邮报公司；他在 GEICO 公司面临破产边缘的情况下，将它购买下来。他在华盛顿公共电力供应系统无法按时偿还债务的时候，大肆进场购买它的债券；他也在 1989 年垃圾债券市场崩盘的时候，收购了许多 RJR 奈比斯科公司的（美国一家极大的饼干制造公司）高值利率债券。巴菲特说：“价格下跌的共同原因，是因为投资人抱持悲观的态度，有时是针对整个市场，有时是针对特定的公司或产业。我们希望能够在这样的环境下从事商业活动，并不是因为我们喜欢悲观的态度，而是因为我们喜欢它所制造出来的价格。换句话说，理性投资人真正的敌人是乐观主义。”

另外，巴菲特并不会因为市场价格情况的改变，而停止收购行为。虽然偏高的市场价格可能使得交易额减少许多，但是巴菲特还是能够发现吸引他的公司，进而收购其公司的股票。当市场价格下跌，多数投资人普遍持悲观态度的时候，具有吸引力的交易数量将会增加。

巴菲特在 1979 年写了一篇名为《在股市已经一片看好声中，你将付出很高的价格进场》的文章。当时，道琼斯工业指数比股票的账面价值略低，股东权益的平均回报率是 13%，债券的利率则在 9%～10%之间变动。然而，绝大多数的退休金经理人选择购买债券而舍弃股票。1972 年的股东权益回报率为 11%，而且道琼斯工业指数则处在股票账面价值 168%的水准。在此期间，巴菲特注意到，退休金经理人将出售债券所筹得的资金大量投入股市。1972～1979 年的差异到底在哪里呢？巴菲特提供了一个可能的解释：在 1979 年的时候，投资组合经理人感觉到，既然无法了解短期的趋势，最好还是别碰股票为妙。他坦言：“我们只是设法在别人贪心的时候保持谨慎恐惧的态度。唯有在所有的人都小心谨慎的时候我们才会勇往直前。”巴菲特表示，虽然这样的心态并非全然错误，但我们仍需承认下面两句话：“未来的情况你永远都摸不清。”“在股市已经一片看好声中，你将付出很高的价格进场。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特并不预期股票市场的涨跌。如同巴菲特所指出的，了解其他大多数人的想法，并不能够代替自己本身的思考。想要获得大量收益，你就得小心评估各个公司在经济面上的基本体质。然而热情拥抱目前最流行的投资方式或情报，却无法保证你一定成功。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11. 巴菲特的“金定律”

企业一旦包装上市，资本市场就存在两种价值观点。一种观点是，将股票视为类似债券的有价证券，公司可以理解为一个黑箱，关键是预期的红利回报。另一种观点则是从企业资产构成的角度理解问题，关键是资产在市场上的潜在价值。

“巴菲特具有某种认识公司价值的途径，或者说他具有比市场中其他人更敏锐的判断力，能更接近企业真实的价值。”这段话几乎成为资本市场的共同认知，并在巴菲特这里也确实得到了证明。

巴菲特的投资“金定律”是：

（1）利用市场的迟钝，进行有规律的投资。

（2）买价决定报酬率的高低，即使是长线投资也是如此。

（3）利润的复合增长与交易费用和税负的避免使投资人受益无穷。

（4）不在意一家公司来年可赚多少而是着眼于它未来5～10年能为自己赚多少。

（5）只投资未来收益确定性高的企业。

（6）通货膨胀是投资者最大的敌人。

（7）价值型公司与成长型公司的投资理念是相通的，价值是一项投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未来现金流量的折现值，而成长只是用来决定价值的预测过程。

（8）投资人财务上的成功与他对投资企业的了解程度成正比。

（9）“安全边际”从两个方面协助我的投资：首先是缓冲可能的价格风险，其次是可获得相对高的权益报酬率。

（10）购买一只股票，然后期待它下个星期就上涨，是十分愚蠢的。

（11）就算联储主席偷偷告诉我未来两年的货币政策，我也不会改变我的任何一个作法。

（12）不理会股市的涨跌，不担心经济情势的变化，不相信任何预测，不接受任何内幕消息，只关注两点：

①. 买什么股票；

②. 买入价格。

巴菲特认为，企业一旦包装上市，资本市场就存在两种价值观点。一种观点是，将股票视为类似债券的有价证券，公司可以理解为一个黑箱，关键是预期的红利回报。另一种观点则是从企业资产构成的角度理解问题，关键是资产在市场上的潜在价值。

巴菲特的投资逻辑是：选择少数几种可以在长期拉锯战中产生高于平均收益的股票，然后将你的大部分资金集中在这些股票上，不管股市短期涨跌，坚持持股，稳中取胜。将大部分时间用于分析企业经营状况、评估企业的管理上，以此决定是否对这个企业的股票进行投资，而不是跟踪股票价格的波动。

巴菲特的投资观点是：“因为我把自己当成是企业的经营者，所以我成为优秀的投资人；因为我把自己当成投资人，所以我成为优秀的企业经营者。好的企业比好的价格更为重要。要追求消费垄断企业，最终决定公司股价的是公司的实际价值。”

在巴菲特看来，选择合适的价格吃进优秀企业的股票，关注这个企业的经营管理，一路持有，等待收获，才是真正需要做的。

巴菲特有一套自己独特的投资策略，我们将之细分如下：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）不理会股票市场每日的涨跌。

众所周知，股票市场是永远都是跌宕起伏，让人不可预测。有时候它的节节攀升让你欣喜若狂，而更多的时候，你会因为它的停滞不前甚至像抛物线一样的下跌而精神紧张几近崩溃。如果你坚信自己比股票市场更了解企业，那么，就拒绝市场的诱惑吧，只有这样，你才有可能成功。巴菲特说："在我们买了股票之后，即使市场休市一两年，我们也不会有任何困扰，我们不需要对拥有百分之百股权的喜诗或布朗鞋业，每天去注意它们的股价，以确认我们的权益。既然如此，我们是否也需要注意可口可乐的股价呢，我们只拥有它7%的股权。"巴菲特的意思很明确：他不需要市场的报价来确认自己的投资。

（2）不担心经济形势。

投资人常犯的一个错误是：时常以一个经济上的假设作为起点，然后在这个完美的设计中选择股票来巧妙地配合它。巴菲特认为这种做法是极其无用和愚蠢的。首先，没有人具备预测经济趋势的能力，同样对股票市场也无法预测。其次，如果投资人选择的股票会在某一特定的经济环境里获益，他们就会不可避免地面临变动与投机。不管他们是否有能力正确预知经济走势，他们的投资组合将视下一波经济状况来决定其报酬。巴菲特自己就较喜欢购买在任何经济形势中都有机会获利的企业的股票。

（3）买下一个公司，而不是股票。

如果你将有一次机会选择投资哪一家公司，一旦你作出抉择，就无法更改，而且你必须持有这家公司股权十年，最后，由于拥有该公司的所有权而产生的财富，将会随着你结束股份持有而归于你的名下。现在你打算作何考虑？如果把此测验交给巴菲特，他会非常系统地按照自己投资的"金定律"，向自己提出一些问题。这样他就可以准确地判断是否投资某家企业。

（4）管理企业的投资组合。

既然你是企业主而不仅仅是股东，那么你的投资组合将会改变。因为你不再只以价格的改变或比较普通股每年的价格变化来衡量你的成功与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否，你有选择最好企业的自由。没有法律规定你必须在你的投资组合中投资每项主要产业，你也没有必要在你的投资组合中包括20、30或40种股票以达成适应的分散化投资。如果企业主只愿意拥有十家不同的企业，普通股股东也一样能做到。

巴菲特的投资“金定律”使他成为股市和投资者中的佼佼者，以及长胜不败的大赢家。当然，每个人的投资理念和实际情况都各不相同，巴菲特的投资定律也并不一定适合中国国情，但股市无国界，理论是相通的。我们不必按部就班，却可以从中借鉴经验，以使我们的投资更安全有效。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12. 赢家暗语——“5 + 12 + 8”

巴菲特曾经说过，他对华尔街那群受过高等教育的专业人士的种种非理性行为感到不解。他用这套独特、简明的投资哲学和策略，投资可口可乐、吉列、所罗门兄弟投资银行、通用电气等著名公司的股票、可转换证券并大获成功。

那些跟在别人身后亦步亦随的人也许终身不会犯错误或不会犯大错。但同时，他们也不会有大的建树，只能咀嚼别人留下的残羹剩饭。而巴菲特的成功却得益于他的独一无二的投资理念和方法。他的投资理念就是赢家暗语“5 +12 +8”。

细分之，即为：5 项投资逻辑、12 项投资要点、8 项选股标准。

（1）5 项投资逻辑。

①因为把自己当成是企业的经营者，所以成为优秀的投资人；因为把自己当成投资人，所以成为优秀的企业经营者；

②好的企业比好的价格更重要；

③一生追求消费垄断企业；

④最终决定公司股价的是公司的实质价值；

⑤没有任何时间适合将最优秀的企业脱手。

（2）12 项投资要点。

①利用市场的愚蠢进行有规律的投资；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

②买价决定回报率的高低，即使是长线投资也是如此；

③利润的复合增长与合理降低交易费用和税可以使投资人受益无穷；

④不在意一家公司来年可赚多少，仅着意未来 5～10 年能赚多少；

⑤只投资未来收益确定性高的企业；

⑥通货膨胀是投资者的最大敌人；

⑦价值型与成长型的投资理念是相通的，价值是一项投资未来现金流量的折现值，而成长只是用来决定价值的预测过程；

⑧投资人财务上的成功与他对投资企业的了解程度成正比；

⑨“安全边际”从两个方面协助你的投资：首先是缓冲可能的价格风险；其次是可获得相对高的权益回报率；

⑩拥有一只股票，期待它下个星期就上涨，是十分愚蠢的；

不理会股市的涨跌，不担心经济形势的变化，不相信任何预测，不接受任何内幕消息，只注意买什么股票和买入价格这两点；

⑫当市场过于高估持有股票的价格时，也可考虑进行短期套利。

（3）8 项投资标准。

①必须是消费垄断企业；

②产品简单、易了解、前景看好；

③有稳定的经营史；

④经营者理性、忠诚，始终以股东利益为先；

在看似简单的操作方法背后，蕴含着十分深刻的投资原理，而这些原理是巴菲特在股票市场投资几十年以来的宝贵经验的总合。它非凡的实用效果值得每一位投资者学习和借鉴。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跟巴菲特学炒股

GEN BAFEITE XUECHAOGU

“我不会同时投资50种或70种企业，那是诺亚方舟式的传统投资法，最后你会像开了一家动物园。我喜欢以适当的资金规模集中投资于少数几家企业。”

——沃伦·巴菲特

第二章 精心选股，集中投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 集中投资的最大优势：长期收益率高

巴菲特认为：采用集中投资方式会不时地在某些年度遭受重大损失，尽管年度投资回报率波动性大，集中投资策略在长期内的总投资回报率却远远超过市场平均水平，而分散投资方法是不可能取得这么好的总收益的，最多取得相当于市场平均水平的投资回报。

由于大多数投资者根据现代投资组合理论选择分散投资策略，所以采用集中的持续竞争优势价值策略就有了一定的竞争优势。巴菲特的宗旨是：“我们宁愿波浪起伏的15%的回报率，也不要四平八稳的12%的回报率。”既然集中投资既能降低风险又能提高回报，那么短期的业绩波动大些又何妨？许多价值投资大师出众的投资业绩以及大量实证研究都证明集中投资可以持续战胜市场并获得更大的收益。

凯恩斯的集中投资策略使他管理的切斯特基金在1928～1945年的18年间，年平均投资回报率以标准差计算的波动率为29.2%，相当于英国股市波动率12.4%的2.8倍，但其18年中年平均回报率为13.2%，而英国股市年平均回报率只有0.5%。

查理·芒格管理其合伙公司时，将投资仅集中于少数几只证券上，其投资波动率非常巨大，在1962～1975年的14年间，年平均投资回报率以标准差计算的波动率为33%，接近于同期道·琼斯工业平均指数波动率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

18.5%的两倍。但其14年中年平均回报率为24.3%，相当于道·琼斯工业平均指数年平均回报率6.4%的四倍。

比尔·罗纳管理的红杉基金采用高度集中的投资策略，每年平均拥有6~10家公司股票，这些股票约占总投资的90%以上，其投资波动率非常巨大，在1972~1997年的26年间，年平均投资回报率以标准差计算的波动率为20.6%，高于同期标准普尔五百指数波动率16.4%约四个百分点。但其14年的年平均回报率为19.6%，超过标准普尔500指数年平均回报率14.5%约20%。

巴菲特管理的伯克希尔公司在过去40余年以来，也就是巴菲特从1965年接手之后，伯克希尔公司每股净值由当初的十九美元增长到现在（2006年）的50498美元。第二次世界大战以后，美国主要股票的年均收益率在10%左右，巴菲特却达到了22.2%的水平。由于伯克希尔公司的收益中同时包括了股票投资、债券投资和企业并购等，所有这些并不能直接反映巴菲特股票投资的真实收益水平。

1987~1996年，巴菲特管理的伯克希尔公司主要股票投资平均年收益率为29.4%，比同期标准普尔500指数平均年收益率18.9%高出5.5%。也就是说如果巴菲特没有将大部分资金集中在可口可乐等几只股票上，而是将资金平均分配在每只股票上，那么同等加权平均收益率将为27.0%，比集中投资29.4%的收益率要降低2.4%，使其相对于标准普尔500指数的优势减少了近44%。如果巴菲特不进行集中投资，而采用流行的分散投资策略，持有包括50种股票在内的多元化股票组合，假设伯克希尔公司持有的每种股票均占2%权重，那么，分散投资的加权收益率仅有20.1%，略微超过标准普尔500指数1.2%，基本上没有什么优势。

太多的市场投资事实都印证了巴菲特的这句话，那就是："投资者最忌讳的是游击战术，打一枪换一个地方的投资者，只能算是投机者，事实上，没有看见几个投机者能不败下阵来。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 学会估计成功的概率

巴菲特认为打桥牌与股票投资的策略有很多相似之处："打牌方法与投资策略是很相似的，因为你要尽可能多地收集信息，接下来，随着事态的发展，在原来信息的基础上，不断添加新的信息。不论什么事情，只要根据当时你所有的信息，你认为自己有可能成功的机会，就去做它。但是，当你获得新的信息后，你应该随时调整你的行为方式或你的做事方法。"

在长期价值投资中，我们要对企业未来5~10年的竞争优势进行估计，可是事实上我们并没有多少有价值的历史数据可供分析，我们所能做的只能是从各种相关的历史数据开始分析，然后根据自己对产业的理解和对公司业务的判断，做出某种概率预测，这是一种非常主观的预测，在这种主观预测的基础上进一步估算企业的内在价值。这也是巴菲特说："价值评估，既是艺术，又是科学。"这句话的原因所在。

对相关历史数据的分析是科学，但对公司未来长期竞争优势的预测是艺术。集中投资的原则是集中投资于少数优秀企业，在成功概率最大时下大赌注。那么，如何估计成功的概率呢？

这些概率估计与我们在数学中学习的概率计算有很大的不同。传统的概率计算以大量的统计数据为基础，根据大量重复性试验中事件发生的频率进行概率计算。但是，我们投资的企业永远面对与过去不同的竞争环境

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和竞争对手，竞争环境、竞争对手及竞争对手的竞争手段、甚至我们投资的企业自身都在不断地变动之中，一切都是不确定的，一切也都是不可重复的。所以，我们根本无法计算企业竞争成功的频率分布，也无法估计其成功的概率。

但为了投资成功，我们必须估计。一个有些类似的例子是足球彩票竞猜。就像每一次英格兰队面临的对手可能都是不同的球队，即使是相同的球队，其队员和教练可能也有了许多变化，英格兰队自身的队员及其状态也有许多变化，同时双方队员当天比赛的状态和过去决不会完全相同，队员之间的配合也会和过去有很大的不同。那么，英格兰队今天会输还是会赢呢？不管我们有多么庞大的历史数据库，也根本找不到与今天比赛完全相同的、完全可重复的历史比赛数据来进行概率估计。我们唯一的办法是进行主观概率估计。

价值估计不准确，在确定买入价格时的安全边际也不准确，投资盈利的概率就会大大降低。在概率较低的情况下进行集中投资可能会给投资人带来很大的亏损和灾难。这种主观概率的估计具有很大的不确定性，因而很容易估计错误。

所以巴菲特坚持投资成功的前提是寻找到了概率估计的确定性。正如他所说的这样："我把确定性看得非常重要……只要找到确定性，那些关于风险因素的所有考虑对我就无关大局了。你之所以会冒重大风险，是因为你没有考虑好确定性。但是，以其价值的一部分的价格来买入证券冒风险。"

格兰特经纪公司的马歇尔·温伯格对巴菲特重视确定性的程度深有感触。他回忆起与巴菲特两次一起吃午饭时的情景：有一次他们俩在曼哈顿的一家餐馆吃午饭，巴菲特感觉火腿加乳酪的三明治味道很好，额外又吃了一个。几天后，他和巴菲特又要一起出去吃午饭。巴菲特说："我们还去那家餐馆吧。"温伯格说："但是，我们前几天刚刚到那儿吃过一次。"巴菲特说："是啊。所以我们为什么还要冒险去别的地方？还是去那家吧。在那儿我们肯定能吃到我们想吃的东西！"这件事让温伯格认识到巴菲特在生活中运用的是与在投资中相同的"确定性"原则："这也是巴菲特寻



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找股票的方式，他只投资于那些盈利概率决不会让他失望的企业。"

巴菲特的长期合作伙伴芒格精辟地总结道："人们应该在即将发生的事情上下注，而不是在应该发生的事情上下注。""你需要去努力寻找价格错位的赌注。然后用多种原则去衡量一下，如果你是处于有利地位，那就表示已经是一流的股票。"

其实巴菲特判断股票投资输赢概率的高超技巧主要来自于他最大的爱好——打桥牌。他一星期大约打 12 小时的桥牌。他经常说："如果一个监狱的房间里有三个会打桥牌的人的话，我不介意永远坐牢。"他的牌友霍兰评价巴菲特的牌技非常出色，"如果巴菲特有足够的时间打桥牌的话，他将会成为全美国最优秀的桥牌选手之一。"

巴菲特认为打桥牌与股票投资的策略有很多相似之处："打牌方法与投资策略是很相似的，因为你要尽可能多地收集信息，接下来，随着事态的发展，在原来信息的基础上，不断添加新的信息。不论什么事情，只要根据当时你所有的信息，你认为自己有可能成功的机会，就去做它。但是，当你获得新的信息后，你应该随时调整你的行为方式或你的做事方法。"

伟大的桥牌选手与伟大的证券分析师，都需要具有非常敏锐的直觉和判断能力，他们都是在计算着胜算的概率。他们都是对自己基于一些无形的、难以捉摸的因素所做出的决策。巴菲特谈到桥牌时说："这是锻炼大脑的最好方式。因为每隔 10 分钟，你就得重新审视一下局势……在股票市场上决策不是基于市场上的局势，而是基于你认为你理性的事情上……桥牌就好像是在权衡赢得或损失的概率。你每时每刻都在做着这种计算。"从巴菲特打桥牌的风格，人们不难了解他的股票投资策略。

目光只有长远、思维只有缜密，才能做到对成功的概率进行有效的估计。才能使自己的投资不至于亏空和给自己带来不可挽回的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 股票投资应该像管孩子，而不是开动物园

目前占据主导地位的现代投资组合理论提倡分散投资，以减少投资风险，即我们常说的“不要把鸡蛋放在一个篮子里”。而巴菲特却采用完全相反的集中投资策略：“不要把所有鸡蛋放在同一个篮子里是错误的，投资应该像马克·吐温建议的那样，‘把所有鸡蛋放在同一个篮子里，然后小心地看好它’。”

巴菲特认为多元化是针对无知的一种保护。对于那些知道他们正在做什么的人，多元化毫无意义。而他也明确表明了自己的选股态度：“我不会同时投资 50 种或 70 种企业，那是诺亚方舟式的传统投资法，最后你会像开了一家动物园。我喜欢以适当的资金规模集中投资于少数几家企业。”

《福布斯》的专栏作家马克·赫尔伯特根据有关数据进行的检验表明：如果从巴菲特的所有投资中剔除最好的 15 项股票投资，其长期表现将流于平庸。分析表明，巴菲特将自己集中投资的股票限制在十只左右，对于一般投资者集中投资股票的家数建议最多 20 只。事实上，巴菲特集中投资的股票常常只有五只左右。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，大多数投资者的股票和公司价值分析能力很可能没有巴菲特那么杰出，在这种情况下，投资者集中投资组合中的股票数目不妨稍多一些，但达到15只、20只股票就足够多了。许多价值投资大师都采用集中投资策略，将其大部分资金集中投资在少数几只优秀企业的股票上，而也正是这少数几只股票为其带来了最多的投资利润。这正好与80：20原则吻合：80%的投资利润来自于20%的股票。

在巴菲特看来，集中投资者的投资回报类似于一个人买下一群极具潜力的大学明星篮球队员20%的未来权益，其中有一小部分球员可能有机会进到NBA殿堂打球，那么，投资人从他们身上获取的收益很快将会在纳税收入中占有绝大部分的比重。

巴菲特的投资理念受到近代伟大的英国经济学家——约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）的影响很大，凯恩斯被认为是投资领域的大师，他曾说过，他把大多数钱投资在少数几家企业的股票上，并且十分清楚这些企业的投资价值。

巴菲特接受了凯恩斯的思想，于是他采取集中投资的策略，这种精简措施就是——只投资在少数他非常了解的企业的股票上，而且打算长期持有。巴菲特降低投资风险的策略就是小心谨慎地把资金分配在想要投资的标的上。巴菲特常说，如果一个人在一生中，被限定只能做出十种投资的决策，那么出错的次数一定比较少，因为此时投资者更会审慎地考虑各项投资，才做出决策。

不过令人吃惊的是，许多睿智又勤奋的投资人常把绝大部分的资金，投资在那些他们几乎不了解的公司股票上。如果要他们只投资一家企业，他们可能会嗤之以鼻，但是，如果是他们的股票经纪人或营业员所报给的名牌，他们就会不加考虑的买进那些其实很糟糕的股票。

那么，把菲特是如何选择股票并进行投资的呢？具体地说，巴菲特集中投资的核心思想有以下内容：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）找出杰出的公司。

多年来，经过长期的实际运作，巴菲特形成了一套他自己选择可投资公司的战略，他对公司的选择是基于一个普通的常识：如果一家公司经营有方，管理者智慧超群，它的内在价值将会逐步显示在它的股价上。巴菲特将自己的大部分精力都用于分析潜在企业的经济状况以及评估它的管理状况上，而不是用于跟踪股价。

巴菲特认为，分析公司是一件颇费周折的事，但也往往是一件最终让你长期受益的事情。巴菲特使用的分析过程包括用一整套的投资原理或基本原则去检验每个投资机会，投资人可以将这些原则视为一种工具。每个单独的原理就是一个分析工具，将这些工具合并使用，就为投资人区分哪些公司可以为他们带来较高的经济回报提供了方法。

如果使用得当，巴菲特的基本原则将会把那些好的公司带到他面前，从而使他合情合理地进行集中证券投资。他将会选择长期业绩超群且管理层稳定的公司。这些公司在过去的稳定中求胜，在将来也会产生高额收益。这就是集中投资的核心：将投资集中在产生高于平均业绩概率最高的几家公司上。

（2）传统多元化的弊端。

巴菲特说："如果你对投资略知一二并能了解企业的经营状况，那么选 5～10 家价格合理且具长期竞争优势的公司就足够了。传统意义上的多元化投资（广义上的活跃有价证券投资）对你就毫无意义了。"

传统的多元化投资的弊端有多少，我们并不能一一罗列出，但可以肯定的一点是投资者如果选择传统的多元化投资方式就极有可能买入一些他一无所知的股票。"对投资略知一二"的投资者，最好应用巴菲特的原理，将注意力集中在几家公司上。而对于坚持集中投资哲学的投资者来说，这个数量应更少些。对于一般投资者来说，合理的数量应在 10～15 家。

费雪也是著名的集中证券投资家，他的投资原则就是：他宁愿投资于



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几家他非常了解的杰出公司也不愿投资于众多他不了解的公司。费雪是在1929年股市崩溃以后不久开始他的投资咨询业务的。他仍清楚地记得当时产生良好的经济效益是多么至关重要。“我知道我对公司越了解，我的收益就越好”。通常，费雪会将他的股本限制在十家公司以内，其中有25%的投资集中在3～4家公司身上。

1958年，费雪在《普通股》一书中写道：“许多投资者，包括那些为他们提供咨询的人，从来意识到，购买自己不了解的公司的股票可能比你没有充分多元化还要危险得多。”他告诫投资者说：“最优秀的股票是极为难寻的，如果容易，那不是每个人都拥有它们了。我知道我想购买最好的股，不然我宁愿不买。”费雪的儿子肯·费雪，也是一位出色的资金管理家。他是这样总结他父亲的哲学的：“我父亲的投资方略是基于一个独特却又有远见的思想，即少意味着多。”

（3）下大财注于成功概率高的事件上。

费雪对巴菲特的影响还在于，他坚信当遇到可遇不可求的极好机遇时，唯一理智的做法是大举投资。像所有伟大的投资家一样，费雪绝不轻举妄动。在他尽全力了解一家公司的过程中，他会不厌其烦地亲自一趟趟拜访此公司，如果对他所见所闻感兴趣，他会毫不犹豫地大量投资于该公司。他的儿子肯·费雪指出：“我父亲明白在一个成功企业中占有重要一席意味着什么。”

显然，巴菲特继承了这一思想：“对你所做的每一笔投资，你都应当有勇气和信心将你净资产的10%以上投入此股。”

现在我们应该明白为什么巴菲特说理想的投资组合应不超过十个股了吧，因为每个个股的投资都在10%，故也只能如此。然而集中投资并不是找出十家好股然后将股本平摊在上面这么简单的事。尽管在集中投资中所有的股都是高概率事件股，但总有些股不可避免地高于其他股，这就需要按比例分配投资股本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这一点上，玩扑克赌博与股票投资有异曲同工之妙：当牌局形势对我们绝对有利时，下大赌注。在许多权威人士和学者的眼里，投资家和赌徒并无多大区别。或许是因为我们都从同一科学原理——数学中获取知识。与概率论并行的另一个数学理论——凯利优选模式也为集中投资提供了理论依据。凯利模式是一个公式，它使用概率原理计算出最优的选择——对我们而言就是最佳的投资比例。

当巴菲特1963年购买美国运通公司的股票时，他已经在选股中运用了优选法理论。

20世纪50～60年代，巴菲特作为合伙人服务于一家位于内布拉斯加州奥玛哈的有限投资合伙公司，这个合伙企业使他可以在获利机会上升时，将资金的大部分投入进去。到1963年，这个机会来了。由于提诺·德·安吉列牌色拉油丑闻，美国运通公司的股价从65美元直落到35美元。当时人们认为运通公司对成百万伪造仓储发票负有责任。巴菲特抓住这一他认为千载难逢的机会，将公司净资产的40%共计1300万美元投在了这支优秀股票上，这个比重占当时运通股份的5%，在其后两年里，运通公司的股票翻了三番，巴菲特所在的合伙公司赚走了巨额的利润。

（4）集中投资以降低资金周转率。

集中投资的策略是与广泛多元化、高周转率战略格格不入的。在所有活跃的炒股战略中，只有集中投资最有机会在长时间里获得超出一般指数的业绩。但它需要投资者耐心持股，哪怕其他战略似乎已经超前也要如此。从短期角度来看，利率的变化、通货膨胀、对公司收益的预期都会影响股价。但随着时间跨度的加长，持股企业的经济效益趋势才是最终控制股价的因素。

多长时间为理想持股时间呢？这并无定律。投资人的目标并不是零周转率，走另一个极端是非常愚蠢的。这会使投资人丧失充分利用好机会的时机。罗伯特·哈格斯特朗建议，将资金周转率定在10%～20%之间。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10%的周转率意味着你将持股十年；20%的周转率意味着你将持股五年。

（5）集中投资能够顶住价格的波动的压力。

传统的活跃证券投资中，使用广泛的多元化组合会使个体股价波动产生效果平均化。活跃投资证券商们心里非常清楚，当投资者打开月度报表，看到白纸黑字清清楚楚地写着他们所持的股跌了时，这意味着什么。甚至连那些懂行的人，明知股票的下跌是正常交易的一部分，但他们有时仍会对此反应强烈，甚至惊慌失措。

但是，如果投资者持股越多越杂，单股波动就越难在月度报表中显示出来。多元化持股对许多投资者的确是一剂镇静剂，它起到稳定由个股波动产生的情绪波动的作用。但平缓的旅程亦是平淡的旅程，当以躲避不愉快为由，将股票的升跌趋于平均的时候，投资者所获得的只能是平均回报。

集中投资寻求的是高于平均水平的回报。不管从学术研究上还是从实际案例史料分析上，大量证据表明，集中投资的做法是成功的。毫无疑问，从长期的角度看，所持股票公司的经济效益定会补偿任何短期的价格波动。

巴菲特本人就是一个忽略波动的大师。而另一位这样的大师是巴菲特多年的朋友和同事查理·芒格。查理是伯克希尔·哈萨威公司的副总裁。那些倾心钻研并酷爱伯克希尔公司出类拔萃的年度报表的人都知道巴菲特与查理彼此支持，互为补充。

20世纪60年代和70年代，芒格与巴菲特当时的情况类似，也在经营一家他有权力押赌注的合伙证券公司。他决策的理论逻辑与集中投资的原则丝丝相扣。芒格指出："早在60年代，我实际上参照复利表，针对普通股的表现进行各种各样的分析，以找出我能拥有的优势。"他的结论是，只要你能顶住价格波动，拥有三只股票就足够了。

纵观股市投资成功的人，都有一个共同特点：那就是比较善于精心选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股、集中投资，股票投资应该像管自己的孩子一样精心，而不是像开了一个动物园，五花八门又让自己分身乏术，无暇悉心照顾他们其中的任何一个。很少有分散投资能带来辉煌收益的人。这一点对于中小投资者来说极为重要。巴菲特将集中投资的精髓简要地概括为："选择少数几种可以在长期拉锯战中产生高于平均收益的股票，将你的大部分资本集中在这些股票上，不管股市短期跌升，坚持持股，稳中取胜。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 一旦决定，就需大笔买入

巴菲特常常把选股比喻为射击大象和打击棒球，只有任何时候都做到充足的准备，并在机会出现的时候快速出击，才有可能捕获到大象或者击出全垒打。

一般股民——也就是我们通常所说的散户，手上持有十多种以上的股票，是很普遍的事。一些股民甚至持有三四十种股票。

为什么这些股民与巴菲特集中投资的思想背道而驰呢？这实际上是他们追求“分散”风险的心情在作祟。但买对优秀公司而致大富的机会，已被他们“分散”了，化为乌有了。

巴菲特认为这种尽量买多种个股的投资态度，其实和买彩券没有什么分别。我们知道股市里，股票涨涨跌跌是常情，但一些股民就是一直看到手上的股票都只跌不涨。这些股民就像买彩票良久不中的赌徒那样，买下了近乎所有的股票或彩票号码，来中一次奖过过瘾，或买中大涨的股票。

如果投资人投资股市是抱有这种碰运气心里的话，那还不如去买彩票、上赌场、赌马。至少，在那些赌博游戏里，你清楚地知道自己是在赌博，而可以亲眼看着自己手上的现金慢慢地消失。但在股市这个高级的赌场里，你实际上虽是在赌博，但却产生幻觉，以为自己是在长远投资，因而丢入股市的大笔资金，等到遭受巨大亏损的时候，才后悔可就太迟了。

我们不要因为心存幻想而想要这里尝试一些、那里买一点，希望能够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

碰运气的话，而是要集中精神寻找几家非常优秀的公司，这样，我们就能够确保自己不随便投入资金、买入自己不值得投资的公司。

巴菲特在他40多年的投资生涯中，虽然很成功，但真正使他赚到今日财富的，却是仅仅十多次投资决定的。他建议每个投资人都给自己做一张卡片，上面只允许自己打20个小洞，每次买入一种股票时，就在上面打一个洞，打完20个，就不能再买股，只能持股。这种投资态度会使投资人从"玩票性质"转变成真正优秀公司的长远投资人。

巴菲特把选股比喻成射击大象。投资人所要选择的，是头不仅很大而且十分健康、长寿的大象。这样的大象虽然不是常常出现，而且跑得不是很快，但如果你等到它出现时才来找枪把，可就来不及了。为了等待和及时抓住这个机会，我们任何时刻都要把子弹上了膛的枪准备好。这就像投资人任何时候都准备好现金等待大好机会来临那样。比如在过去近九年的美国股市飙升时期里，巴菲特就很少购入大笔的股票，反而让现金累积。

与之相反的是，一般散户喜欢到处撒网，这里尝试一些，那里买入一些，名下股票种类多得不胜枚举，等到最佳企业廉价购入的机会到来时，手上剩下的资金反而不多。这就像打猎时，大象一直不出现，使人失去了耐心，就连松鼠、兔子等小动物也照射不误，结果，等到大象出现时，才发现剩下的子弹已经不足以对付大象了。

1999年3月，巴菲特向股东们强调，股市腾升已经使美好的购入机会不再，因此他找不到适合射击的大象，但有一点却是他可以保证的，那就是他和查理将会集中精神和保持耐心，等着大象的出现。

棒球是美国人最爱的球类运动之一，巴菲特也很喜欢以棒球来比喻投资。他常提起一位美国著名职业棒球打击手击出全垒打的秘诀。这位打击手说，他把打击棒球的空间，划分成几十个和棒球一样大小的位置，只有在最佳的几个位置上，他才会挥棒打击。巴菲特说，我们投资人也应该这么做，只有在最适当的时机才挥棒，挥出投资场上的全垒打。这正好验证了他对自己选股投资的要求："我认为投资人应该很少交易股票，但一旦选中优秀的公司而决定买入之后，就要大笔买入。"

巴菲特本身的投资，次数的确是很少的，但一旦投资了，就会很大



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔。比如，自从1960年末全盘卖出手上的白银之后，巴菲特一直都在注意着国际银量的供需定律，看看有没有出现可以赚取市场错误标价的机会。尽管他30年来一直都在注意着银量的生产、供应和需求，但他却没有发现巨大的获利机会，因此30年来都没有任何举动。

直到1997年，巴菲特觉得机会来临了。他和查理发现，20世纪90年代里，每年的银产量都少于需求。简单地讲，银不像金条那样主要是为了装饰用，而是拥有一些很重要的实际经济用途，包括制造我们日常拍摄的相片底片等。但问题是银一般不是采矿者心目中的主要金属，而是他们从地下采取其他金属（如金、铜等）时所取得的副产品。因此，就供应量而言，就会受其他金属供需情形的影响。比如，如果金条价格大跌、铜的需求大降的话，那么，这两种金属的采矿量将减少，这也导致银的生产量相应下降。这就是20世纪90年代的普遍情形。问题是，银的经济用途是相当稳定的，因此这将使银价因供应不足而上涨。但在20世纪90年代，巴菲特发现国际市场银的供应商一直不停地消耗他们的存货，因而导致价格一直涨不上去。换言之，银的公开价格还未反映出实际上的供需定律情况。迟早，这种“消费多过生产”的现象，将导致国际市场上银的存货被人掏尽，而银价必将反映出这个供不应求的现象。

这就是非常典型的巴菲特的所谓“令人流口水的价格”。看中这一点之后，巴菲特在1997年总共买下了超过2.8万吨的银，一夜之间，从30年来完全没有持有任何银，摇身而成世界最大的银主人。30年来一直不信地注意市场的供需定律但从未买入，而机会一到的时候，则大笔进场，这就是巴菲特的过人之处。巴菲特在选购股票的时候，也是这样。如果他觉得不值得买，那他就一张股票也不买。如果值得买，他就会大举进场，绝对不会婆婆妈妈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 集中投资可以降低风险

巴菲特对风险的定义是："风险是指价值损失的可能性而不是价格的相对波动性。集中投资于被市场低估的优秀公司比分散投资于一般公司更能够降低真正的投资风险。"

巴菲特对风险的定义是："风险是指价值损失的可能性而不是价格的相对波动性。集中投资于被市场低估的优秀公司比分散投资于一般公司更能够降低真正的投资风险。"他在伯克希尔公司 1993 年年报中给股东的信里对集中投资与分散投资的风险程度进行了深入的分析。

巴菲特说："集中投资于投资者非常了解的优秀企业股票，投资风险远远小于分散投资于许多投资者根本不太了解的企业股票。"

"在股票投资中，我们期望每笔投资能够有理想的回报，因为我们将资金集中投资在少数几家财务稳健、具有强大竞争优势并由能力非凡、诚实可信的经理人所管理的公司股票上。如果我们以合理的价格买进这类公司股票时，投资损失发生的概率通常非常小，确实在我们管理伯克希尔公司股票投资的 38 年间（扣除通用再保与政府雇员保险公司的投资），股票投资获利与投资亏损的比例大约为 100：1。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我们采取的战略是防止我们陷入标准的分散投资教条。许多人可能会因此说这种策略一定比更加流行的组合投资战略的风险大。我们不同意这种观点。我们相信，这种集中投资策略使投资者在买入股票前既要进一步提高考察公司经营状况时的审慎程度，又要提高对公司经济特征的满意程度的要求标准，因而更可能降低投资风险。在阐明这种观点时，我采用字典上的词条解释将风险定义为‘损失或损害的可能性’（the possibility of loss orinjury）。”

“然而，学究们喜欢另行定义投资‘风险’，断言它是股票或股票投资组合的相对波动性，即组合波动性与股票市场中所有股票的整体波动性的比较。利用数据库和统计技术，这些学究们精确计算出了每只股票的 β 值——该股票市场价格的历史相对波动性——然后根据这些计算结果建立晦涩难懂的投资和资本配置理论。但是，在他们渴望用单一的统计来衡量风险时，他们忘记了一条基本的原则：模糊的正确胜过精确的错误。”

巴菲特在伯克希尔公司 1996 年的年报中重申道：“我们坚信，计算机模型预测的精确性也不过是臆断和毫无根据的猜测。事实上，这种模型很有可能会诱使决策者做出完全错误的决定。在保险和投资领域，我们曾经目睹过很多类似原因造成的灾难性结果。所谓的‘组合保险’在 1987 年市场崩溃期间带来的破坏性结果，让一些笃信计算机预测的人们大跌眼镜，到那时为止，他们才真正意识到，真应该把这些计算机扔到窗外。”

在巴菲特看来，确定风险不是要通过价格波动，而是要考虑公司价值的变动。

“在评估风险的时候，β 值的纯粹主义者根本不屑于考虑公司生产什么产品、公司的竞争对手有什么举动，或者这家公司使用的贷款是多少等一切背景材料。他甚至不想知道公司的名字。他唯一重视的是公司股票价格的历史走势。相反，很高兴我们根本不想知道公司股票价格的历史走势，而是尽心去寻找那些可以使我们进一步了解公司业务的所有信息。因此，在我们买了股票之后，即使股市停盘了两三年，我们也不会因此而有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一点点烦恼。对于我们在喜诗和H·H·布朗公司所持有的100%的股份，我们不需要用每天的报价来证实企业的良好经营。那么，为什么我们非得时刻知道我们持有可口可乐公司的7%股权的股票行情呢?”

“根据我们的看法，投资必须确定的真正风险是他从投资（包括他的出售所得）中得到的总的税后收人，在整个预计的持有期内，是否可以至少给他带来与原来相当的购买力，加上原始投资的适当利息。”

巴菲特认为衡量公司股票投资风险“用工程般的精确性难以计算，但在某些情况下，它可以用一定程度的有效精确性来判断”。与这种估算相关联的主要因素是：

（1）评估的企业长期经济特性的确定性。

（2）评估的企业管理的确定性，包括他们实现公司所有潜能的能力以及明智地使用现金流量的能力。

（3）管理人员值得依赖，能够将回报从企业导向股东而不是管理人员的确定性。

（4）公司的收购价格。

（5）未来税率和通货膨胀率，二者将决定投资者取得的总体投资回报的实际购买力水平的下降程度。

巴菲特说：“这些因素很可能会把许多分析师搞得晕头转向，因为他们不可能从任何一种数据库中得到以上风险因素的评估。但是，精确量化这些因素的困难既不能否定它们的重要性，也不能说明这些困难是不可克服的，正如大法官斯蒂沃德（Stewart）虽然发现根本不可能使淫秽文字的检验标准化，但他仍然断言：‘我一看便知。’投资者同样能够做到这一点，通过一种不精确但行之有效的方法，也一样能够确定某个投资中的内在风险，而不必参考复杂的数学公式或者股票价格的历史走势。”

巴菲特认为公司持续竞争优势的不同决定了公司股票投资风险的不同，“即使对于一个非常肤浅的观察者来说，可口可乐和吉列公司的强大竞争力也是显而易见的。然而，它们公司股票的β值却与其他略有甚至根



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本没有竞争优势的众多普通公司基本相似。我们可以从这种 β 值的相似之处得出结论，可口可乐和吉列公司的竞争力在衡量公司风险中毫无用途吗？或者，我们可以说，拥有公司的一部分权益——它的部分股票——的风险从某种意义上与该公司经营中内在的长期风险毫无关系吗？我们相信这两种结论都是废话，而且将 β 值与投资风险等同起来也是一句废话。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 巴菲特的投资原则

世界证券投资市场第一人，巴菲特有着太多值得普通股民乃至高层投资者学习、借鉴的地方。为此我们将他的投资原则归纳总结如下，以飨读者。

巴菲特的第一个投资原则是“找出杰出的公司”。这个原则的基础是这样一个常识：一个经营有方、管理者可以信赖的公司，它的内在价值一定会显现在股价上。所以投资者的任务是做好自己的“家庭作业”，在无数的可能中找出那些真正优秀的公司和优秀的管理者。将这条原则用于企业，我们需要做的不是像大部分人买股票一样——抓一切可能的市场机会，而是耐心、细致地寻找出自己“最杰出的市场机会”，然后苦心经营。每一个机会都有代价，就像买了一种股票之后你就没有足够的钱去买其他股票一样。只有一些大机会才是值得你投资的。

巴菲特的第二个投资原则是“少就是多”。对一个普通人来说，只要有三家公司的股票就够了。他的理由同样是基于一个常识：买的股票越多，你越可能购入一些你对之一无所知的企业。而通常你对企业的了解越多，你对一家企业关注越深，你的风险越低，收益就越好。应用到企业上，就是要集中和专注于少数几个自己最有优势的领域，而不是盲目地多元化以求降低风险。实际上，许多企业在依靠专注取得第一桶金之后，又把挣到的钱浪费到了多元化的领域，最后又回到了起点。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的第三个投资原则是“押大赌注于高概率事件上”。也就是说，当你坚信遇到了可望而不可即的大好机会时，唯一正确的做法是大举投资。这也同样基于一个常识：当一个事情成功的可能性很大时，你投入越多，回报越大。好的企业家看准了方向之后会集中自己的力量取得突破，而不是照常人的思维分散自己的资源以求保险。所以说，做企业家是要有知而后行的胆量。

巴菲特的第四个投资原则是“要有耐心”。他有一个说法，就是短于五年的投资是傻子的投资，因为企业的价值通常不会在这么短的时间里充分体现，你能赚到的一点钱也通常被银行和税务局瓜分。同样，做一个企业也要有耐性。世界上只有20%的创业企业能坚持到五年以上，但通常坚持下来的企业都有很好的回报。

巴菲特的第五个投资原则是“不要担心短期价格波动”。他的理论是，既然一个企业有内在价值，就一定会体现出来，问题仅仅是时间。而世界上没有任何人能预测出什么时间会有什么样的股价，巴菲特从来不相信所谓的市场股价预测，唯一相信的、也是我们能够把握的是对企业的了解。同样，企业也有上下起伏，如果我们不像大多数人那样，企业有点问题就急于放弃，稍有一些起色就得意忘形，而是长期地苦心经营，那么，每个人都能取得经营上的成功。

“选择少数几种可以在长期产生高于平均效益的股票，将你大部分资本集中在这些股票上，不管股市短期跌升，坚持持股，稳中求胜。”这是巴菲特的集中投资思想。选择有前景的领域、集中资源、长期坚持不懈地经营是投资者成功之关键所在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 巴菲特给投资者的十建议

作为一个成功的投资者应该具备哪些优良的素质和必备的条件。是坚韧？耐心？是胆大心细？还是知识渊博？巴菲特在此给出了投资者十条建议。

巴菲特认为，要想成为一个成功的投资人，必须具备十个条件。

（1）必须能够控制自己的贪念。绝不能被贪念掌握，也绝不能急功近利。如果过度在意金钱，就无异于自找死路。必须懂得享受投资本身的乐趣。

（2）你必须要有耐心。只应该在一种情况下买进股票，这种情况就是：假如股市在未来十年将停止交易，你仍然乐于拥有这只股票。买进某家上市公司股票，应该是因为你希望能够永远拥有这只股票，而不是因为你觉得这只股票会上涨。你虽然无法判断每只股票的真正价值是多少，然而你只要知道其中几只就够。猜测股票行情未来走势，实际上就是“瞎猫碰到死耗子”而已。如果你看对某家公司，并以合理的价格买进该公司的股票，这只股票最后绝对不会让你失望。

（3）必须能够独立思考。写下你买进股票的原因——“这只股票价格偏低，因为……”在通通写下来之后，再开始做决定。而且不必和别人商量。假如你连自己做决定都不会，那么干脆就不要参与需要做决定的活动。别人同意与否，既不会使你的决定正确，也不会使你的决定错误。你



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只要有充分的理由支撑自己的决定，你的决定就是正确的。

（4）必须具有以知识为后盾的安全感和自信心。假如你缺乏自信，心虚与恐惧会导致你投资惨败。缺乏自信的投资人容易紧张，而且经常会在股价下跌时卖出股票。然而这种行为简直形同疯狂，就如你刚花了10万美元买了一栋房子，然后立刻就告诉经纪人，只要有人出价8万美元就卖了。

（5）接受你无法知道所有事件的事实。在巴菲特经营巴菲特伙伴公司时，经常有客户打电话，告诉巴菲特要多注意某些股票。然而巴菲特的回答总是一成不变："我不懂这些股票，也不了解那些股票。我不会买我不了解的股票。"

（6）要具有弹性，绝不要以超值的价格购买股票。计算股票目前真正价值以及未来的价位，然后自问："我真的如此有把握吗？"没有人能够聪明得把自己不想持有的股票转卖给其他人并从中获利，真正的大笨蛋就是自以为把烂股票再转卖给比自己更笨的人的那种人。

（7）最好具有10～15年理论与实务的基础，其中包括在最伟大的理财大师下受教多年的经历。

（8）具有投资天分。

（9）具有绝对诚实的品德。

（10）能够抵抗外界干扰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. 在投资过程中如何运作

有了大的投资方向，具备了投资者需要的优秀条件，那么接下来在股票市场中应该如何具体操控和运用，巴菲特将自己的投资法则列为 14 条。

（1）冷静思考。

当绝大多数人看好时，社会资本纷纷拥入股市，不久社会已没有进入股市的游资了，不可能再支持股价的上涨。同时，有些投资者经过冷静思考，觉得为股票支付如此高价并不合算，开始抛售股票；另外，一些投资者的资金被股票占用，急需变现，于是开始抛售股票。这样，再加入其他原因，买方势力减弱，卖方势力大增，股价必然下跌。基于同样的理由，股市中还有一条类似的格言，即“绝大多数人看淡时股价就会上升”。

上述两句格言并不是劝投资者逆潮流而走，而是劝投资者注意观察股市变化，随机应变。

（2）快速掌握准确信息。

现代社会是信息社会。这一点，在股市中表现得尤其明显。可以说，在股市中谁能以最快速度掌握最准确的信息，谁就能在股市中立于不败之



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地。但是，股市中流言飞语极多，其中准确的信息很少。所以，只要你能够以比别人快的速度掌握一条准确信息，你就可以比别人处于更有利的地位。股市里的消息很多，有利于股价上涨的消息，俗称好消息；不利于股价上涨且可能引起股价下跌的消息，俗称坏消息。由于股市里流言太多，投资者一定要对自己得到的消息进行认真分析，切不可偏听偏信。

（3）何时买卖比买卖何种股票更重要。

不同种类的股票，风险程度和盈利程度有很大差别。因此，确定买卖何种股票，对于股票投资者是非常重要的。但是，何时买卖股票比买卖何种股票更重要，这是因为，股票虽然有优劣之分，但是，无论是优质股还是劣质股，其市价总是波动的，价格的经常波动为投资者利用买进和卖出的价格差谋取利润提供了可能；即使你购买的是劣质股，劣质股也有跌涨之时，若投资者能把握机会，他还是可以获利的。另外，所谓优劣之分并不是绝对的，经济结构变化等可能使劣质股变为优质股，而使优质股变成劣质股。

（4）勿孤注一掷。

证券投资是一项带有风险性的投资活动，投资者一定要量力而行，千万不可孤注一掷。不能把全部资金全部投入到证券上，尤其是不能把全部资金投于股票上，以免蒙受巨大损失。

（5）股市 $1+1\neq1$。

股市 $1+1\neq1$ 这句格言精辟地说明：当你手中有一份载有面值的股票时，决不意味着你手中持有的股票的价值等同于其面值。首先，你可能不是按面值购进这种股票的，可能是高于面值、也可能是低于面值；其次，股票可为你带来股息收入；再次，你可能不按面值卖出这种股票，可能是高于面值，也可能是低于面值；最后，你可能不按购买价卖出这种股票，也就是说，你的卖价可能高于买价，也可能低于买价。

（6）考虑输赢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股市中，输赢是经常发生的事。投资者一定要有承担亏损的心理准备，任何人在股市中都不可能成为常胜将军。当然，任何人都不可能是股市中的常败将军，只要冷静分析、认真操作，投资者还是可以有许多获利机会的。

（7）原则中的灵活。

有人制造了严密的投资计划，确定了买进卖出的具体水平，这是好的。但是，有些投资者在实际操作中一味坚持原计划，踌躇不决，犹豫再三，反而坐失良机。正确的做法是一方面要制定投资计划，另一方面要机动灵活，不要计较价位变化的微小点。要牢记股市中的一句名言：一鸟在手胜过百鸟在林。

（8）投资股票的程序：买进、卖出与休息。

股票投资是一个长期活动，但也有自己的阶段性。每一次股市拼搏，不妨从看准了买进开始，到看好了卖出为止，中间要有休息，使自己的心理状态恢复到最佳状况。切不可在股市中连续奋斗，而要有张有弛，保持股市拼搏的节奏性。这是一条重要的股市生财之道。

（9）买进靠耐心，卖出靠决心，休息靠信心。

“买进靠耐心，卖出靠决心，休息靠信心”这句格言精辟地说明：买进股票时，一定要等待价格较低之时，无论怎样上涨的股票，总有价格回落之时，投资者要耐心地等待这个下跌时机。卖出股票时，一定要当机立断，不要犹豫不决。例如当股价上涨时，不要企盼股价不断上涨而把股票握于手中，否则一旦股价下跌，你就很可能得不到原先的利润。又如，当股价下跌时，不要企盼股价能回升上扬而把股票握于手中，否则一旦股价继续下跌，你就很可能蒙受更大的损失。当你在股市上屡屡不顺准备暂时收手休息时，一定不能悲观失望，而是要充满信心，要相信自己总会有一天成为股市赢家。

（10）见势不对，反戈一击。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大部分普通投资者是跟市买卖的，入市时已近股市交易尾声。例如，当股市上扬、牛气充漫时，股价很可能回档急跌，这时理性投资者见势不对应反戈一击，迅即抛售股票；相反，当股市下跌、熊气弥漫时，股价很可能回档上扬，这时理性投资者反戈一击，迅即购入股票。

（11）股市无过去。

“股市无过去”这句格言意在说明：过去的股价记录以及过去的投资技术对当前及未来的证券投资意义有限。股市是变幻莫测的，投资者当然要注意从过去的投资经验中汲取精华，但更重要的是把握股市现状，根据具体情况行事，千万不能迷信过去的经验与过去的数据。

（12）不在股价高涨的市场中久留。

所谓鸡犬升天的市场，是指股价高涨，交易极为活跃的市场。这时候，投资者纷纷进入市场，资金大量涌人股市，股票价格大大背离股票价值，股价已达价格顶峰。这时候，理性的投资者应尽快出手，远离股市，以防股市暴跌给投资者带来损失。

（13）按兵不动。

证券投资是一种无期限投资，在短期内，某种证券价格变化莫测，或涨或跌，令人眼花缭乱；但从长期观点来看，证券投资收益高低的决定性因素还是发行该证券公司的经营实绩。所以，如果你一旦选准了一种股票，你可以不管股价如何变化，按兵不动，将股票存于箱底，则可以在一段较长时期后，获得丰厚的收益。例如，有人在1914年以2700美元购进100股IBM公司的股票，他一直未出卖股票，到1977年，这100股扩展到72798股，市价总额超过2000万美元。这就是按兵不动的一个极好例证。

（14）学会退步。

投资者经常入市并不是好事，当投资者处于逆境时尤其如此。当一个投资者在股市上连连失手时，他应该暂停股票买卖，冷静地分析股市，等理出头绪、看准趋势后，再行入市；千万不能抱着返本的心理继续买卖，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否则可能是越输越多。

虽然巴菲特的集中投资论不一定适用于每一个人，每一种情况，但在大多数的正常情况下，这些理论都是行之有效的，因为巴菲特自己的投资收益有力的支持和证明了他的理论。

相信广大股民在投资股票市场时，恰到好处的运用巴菲特的这些“经验之谈”，定会收益匪浅。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"研究我们过去对子公司和普通股的投资时，你会看到我们偏爱那些不太可能发生重大变化的公司和产业。我们这样选择的原因很简单：在进行两者（子公司和普通股）中的任何一种投资时，我们寻找那些我们相信在从现在开始的10年或20年的时间里实际上肯定拥有巨大竞争力的企业。至于那些迅速转变的产业环境，它可能会提供巨大的成功机会，但是，它排除了我们寻找的确定性。"

——沃伦·巴菲特

第三章 只投资未来收益确定性高的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 买的是企业家的头脑

巴菲特说，他投资能否获利的判断依据就是判断什么时候买，以及买什么。他这样分析，当人们都疯狂地在股市抢进抢出时，股市的涨势将接近尾声。如果平常不热中股市的人都进股市了，就显示可动用的资金差不多都投入股市了，接下来就是后继无力，再没有资金可推陈出新时，股市必将下跌。相反，当大多数人都不对股市抱有希望，不愿再投资时，而想卖股票的人都卖得差不多了，股市跌无可跌，只要有资金投入，就可以反弹涨升。

巴菲特非常注重细节，在面临投资决策时，他会把一切相关的人、数字、事实，都了然于心，孜孜不倦地钻研。1963 美国著名企业运通公司运作出现问题，面临巨额索赔，股价从 60 美元迅速跌至 35 美元。这时巴菲特立即展开了调查，他发现：饭店的顾客不紧不慢地继续用捷运卡付帐；银行和旅行社的人们还是用运通公司的旅行支票；而后，他又通过朋友了解到美国其他城市也还在使用运通公司的运通卡和旅行支票。于是，巴菲特提出了与众多投资家相反的观点：

运通公司并未走下坡路，而是暂时遇到了困难；运通公司仍是美国大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

众最喜爱的公司之一，它的顾客并未离他而去。在这种分析思想的指导下，他分批购买大量运通公司股票，最多时约占他投资总额的 40%。事实的发展证实了他的分析，两年后，运通公司开始走出低谷，1967 年，他的股票狂升至每股 180 美元，巴菲特在此赚了一大笔。

1973 年，巴菲特花巨资买下《华盛顿邮报》11% 的股权，此后再没有增资扩股，对此，巴菲特的解释是再没有一个更好的低价位可以买入。尽管如此，他在《华盛顿邮报》的收益每年高达几亿美元。巴菲特认为，价格有别于价值，你付出的是价格，得到的是价值。有人说巴菲特对价格守得很紧，“如果说人们通常要争取 1/32 的价差，则巴菲特会争取最后 1% 的价差。”但是巴菲特不喜欢讨价还价，要买要卖都只有一个价钱，如果不同意就算了。同时巴菲特非常注意通货膨胀可能造成的损失，他认为，假如一个投资项目无法战胜通货膨胀，就是失败的投资。“唯有增加购买力才是最重要的，”巴菲特说，“如果你放弃购买十个汉堡，将这些钱存到银行，两年之后，你把先前这笔钱取回来，但是却只买到八个汉堡，你觉得自己的钱变多了，但是却不见得吃得更饱。”

巴菲特是一位有眼光的投资家，1965 年，巴菲特力排众议，以合伙的方式购下了濒临破产的伯克希尔公司，这是他人生转折中最重要的抉择，从此他有了自己独立的投资公司，以此进入证券市场，赚够了天下财富。

当他准备购买价值 10 亿美元的可口可乐股票，从而创下股票市场又一历史刻录的前夕，他接到了可口可乐公司总裁唐·基奥的一个电话。

唐·基奥回忆说：“我问他一切可好，我说‘沃伦，你有没有买可口可乐股票？’他满怀激情地做了肯定回答。”

唐·基奥接着说：“我们通话后不久，就有报道宣称说沃伦购买了股票。通过推理，我们也断定有人在买我们的股票。”话语之间暗示，可口可乐公司的人们按照股票交易的模式可以推测出这个结论。

自从 1987 年股灾之后，当股票市场从低谷开始回升时，巴菲特就开始了时不时地购买行动。

1988 年秋季的某一天，前任可口可乐公司主席罗伯托·高泽塔和基奥



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正在研究可口可乐公司股票走势的时候，这个时候，基奥的直觉突然醒悟。他告诉高泽塔，购买他们股票的很可能就是沃伦·巴菲特。

基奥说："他们知道巴菲特对可口可乐公司一向都很感兴趣，因为早在 1985 年可口可乐公司推出樱桃可乐时，巴菲特成为美国樱桃可乐头号爱好者。巴菲特清楚地了解我们，他了解这个公司，了解公司的财务数据。他是一位既了解情况又在发挥积极作用的董事。他对全球注册商标的内在价值有着清晰而深刻的认识。"

在巴菲特购买可口可乐股票之后，基奥不无兴奋地说："在巴菲特购买可口可乐股票以后，我终于成为伯克希尔公司一名小股东了。"巴菲特则说，基奥出色的个性魅力是吸引他巨额投资可口可乐公司的一个重要原因。

在美国，碳酸饮料销售额一年可达 500 亿美元，而可口可乐公司和百事可乐公司就占据了 3/4，可口可乐占全美液体饮料总销售量的 1/10。不仅如此，可口可乐公司向全球近 200 个国家约 1000 家加盟者提供其糖浆和浓缩液，而这些国家代表了 126 种语言，同时也销售其他 230 种品牌的饮料。在大多数国家中，可口可乐几乎没有对手。

正是因为看到了可口可乐的无限价值，巴菲特的伯克希尔公司把其当作了自己最大的投资品种。巴菲特首次投资于生产罐装饮品的可口可乐公司就达到 10 多亿美元。用这笔钱，他购买了可口可乐公司 2335 万股股份，在 1990 年的股票分拆为 2: 1，伯克希尔公司得到了 4670 万股股份。到了 1992 年再按照 2: 1 的比例进行股票分拆，它又得到 9340 万股股份。1994 年，巴菲特又再次投资购买可口可乐公司的股票，这样伯克希尔公司所持有的可口可乐股份愈一亿股。到 1996 年，按 2: 1 比例再次拆股时，巴菲特手中的可口可乐股份已经达到两亿股。

巴菲特说，一个人的一生能有一个好点子就已经很幸运了，而这恰好就是世界最大的一笔业务。可口可乐拥有世界上最有影响力的品牌，价格公道，深受欢迎——在各个国家，它的人均销售量每年都在增加，没有哪一种产品能像它这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在可口可乐的世界里，永远只有温暖和煦的晴天，永远不会有潮湿寒冷的阴凉。巴菲特投资于可口可乐公司是他一生中的一个重大举措。

巴菲特不但具备把握投资时机的智慧，而且在面临投资决策时，他能把一切相关的人、数字、事实，甚至其他细节，他都了然于心。他孜孜不倦地钻研，在投资艺术上他注重于寻找价值，而不是靠花招和直觉。获利稳定是巴菲特选股的重要标准，为此，他选择高素质的企业，也就是他所说的：买的是企业家的头脑。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 投资企业需要精挑细选

总体而言巴菲特选择企业的原则是：他投资的公司的经营状况从“佳到最佳”，它们的CEO从“最佳到更佳”。他将这两点视作“购入策略”。同时，收购价也要合理，每年税前回报在10%以上。买入之后，他没有“沽出策略”，既不会高价抛售，更不会分拆套现，使不少有意出售股权、引入战略投资者的企业均将巴菲特作为优先考虑对象。

在巴菲特看来，大多数企业是不值得投资的，因为它们的股价一般都很贵，但少数优秀的企业股票有时却会很便宜。巴菲特按照自己的理论把企业分为两大类：一类是一般商品型企业，一类是特殊商品型企业。一般商品指消费者总是能买得到的商品，如土豆、牙膏、面巾纸之类。如果商品的价格提高，更多的商品就会生产出来，商品一多，价格就下跌，商品的高价格会不断吸引竞争者制造商品，直到无利可图为止。而特殊商品则是指独此一家生产的产品，他人没有能力竞争，大城市的日报（报纸作为一种商品）就是最好的例子。巴菲特青睐的正是这类特殊商品的企业。

在巴菲特眼中，一个优秀的投资对象，应该具备以下七个特征：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）企业有特殊商品性质，产品成本上涨后能提高售价而不至于失去客户。

（2）企业经理人员对本行的热爱几乎到了狂热的程度。

（3）企业的业务不宜过于复杂、太难管理，以致限制了管理人员选择的范围。

（4）利润不应是账面数字，而是现金利润。

（5）企业的投资收益率高。

（6）企业股价低，债务低。

（7）决不卷入有问题和潜在危机的企业。优良的企业也有股价便宜的时候，这时你投资下去要比购买有问题的企业再加整顿容易得多。

总体而言巴菲特选择企业的原则是：他投资的公司的经营状况从“佳到最佳”，它们的 CEO 从“最佳到更佳”。他将这两点视作“购入策略”。同时，收购价也要合理，每年税前回报在 10% 以上。买入之后，他没有“沽出策略”，既不会高价抛售，更不会分拆套现，使不少有意出售股权、引入战略投资者的企业均将巴菲特作为优先考虑对象。

就此，巴菲特在选择企业这个问题上对投资者提出三点建议：

（1）不要投资仍有很多未处理的“股票认股权证”的公司，同时避开对退休计划花样太多的企业，因为这些都有可能是会计账目做手脚的地方。

（2）如果会计账目上出现较多模棱两可的“附注”，这很可能是 CEO 有“不可告人的秘密”。这类企业要避而远之，因为“魔鬼往往在细节之中”。

（3）对赢利前景作太乐观预测的公司不可信。

早在几年前，巴菲特就预言技术网络泡沫将破裂。曾几何时，就在“新经济”高科技公司如日中天的时候，巴菲特却建议投资者去购买“旧经济”的股票，而他自己更是把钱大量地投入到别人认为没有前途的零售、制造、服务行业。“巴菲特神话”因此也曾一度遭到很多人的嘲讽和



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

质疑。

但事实却是：技术网络泡沫真的破裂了。这让人们再度想起了巴菲特的警告——互联网是一个巨大的“投资陷阱”。曾经嘲笑巴菲特跟不上时代潮流的人只能眼睁睁地看着手中的股票变得一钱不值，而巴菲特却依然拥有350亿美元的个人资产，一跃成为世界第二富翁。

那年的美国股票市场犹如自由落体运动——股市财富一下减少了将近五万亿美元（相当于美国国内生产总值的一半），许多华尔街的投资商身价一落千丈，华尔街一片崩溃与绝望之声。但始终坚持投资在保险、零售等旧经济公司的巴菲特所控制的伯克希尔·哈撒韦公司却逆势而上，在股市大跌中，大赚33亿美元，一年之中利润增加了三倍。

“一鸟在手胜过百鸟在林！”巴菲特在其旗舰上市公司的年报里，引用古希腊《伊索寓言》中的这句谚语，再次认证了他的投资理念。在他看来，黄金白银最实际，把钱押在只会夸夸其谈而没有赢利的公司上，就像空等天上掉馅饼一样。

巴菲特是一个长期投资家，他的爱好就是寻找可靠的股票，并且把它们尽可能便宜地买进，尽可能长久地保存，然后坐看它们的价值一天天地增长。而他给投资者们的忠告是：“人们总是会像灰姑娘一样，明明知道午夜来临的时候，（香车和侍者）都会变成南瓜和老鼠，但他们不愿须臾错过盛大的舞会。他们在那里呆得太久了。人们现在应该了解一些古老的教训：第一，华尔街贩卖的东西是鱼龙混杂的；第二，投机看上去最容易的时候也是最危险的时候。”

首先，巴菲特提供长期投资，投资的不是概念、模式，也不仅仅是股票本身，而是真正的生意，投资能创造可预见性收益的公司。

其次，他讨厌股票期权多的股票，像高科技股，他称这种股票是彩票。

再次，购买身边的品牌。谁做的广告多，消费者喜欢，就买谁。巴菲特的眼光一如既往。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几十年来巴菲特有一套投资理论，这套理论使他在股市中充当着常胜将军的角色，也使他远离高科技股。后来网络破灭带动整个股市走低，又给巴菲特带来了再创奇迹的机会——开始购买电信业的股票。这并不是巴菲特为了帮助面临困境的国际宽带所作出的义举，而是对财富有着近乎猎人般直觉的巴菲特又预见到了别人想象不到的未来。

熟知巴菲特的人都知道他最经典的一句名言——如果这种股票已经不能再便宜了，那就一定要买。由此，一些人总结出了一套投资规律——如果巴菲特开始买进，就说明这个行业的谷底已经不远了，而谷底过后，就是复苏。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 独具慧眼的多方位投资

作为一个精明的投资者，巴菲特有与众人不同的逆向思维，如他总能在整个华尔街都厌恶某个企业或者完全不把它放在眼里的时候，独具慧眼地看到它所具有的潜力，进而采取收购行动。

20 世纪 70 年代初期，是美国经济的萧条期，也叫财务恐慌时期。而巴菲特却抓住了这一难得的机遇，充分发挥他运用“安全边际”理论的才能，积极收购那些有潜力的企业。继收购华盛顿邮报公司后，他在 CEICO 公司面临破产的情况下，又对其实行了收购。

这是一家大型保险公司，或称为保险组织，其业务包括个人的财产保险与意外保险，它属下政府员工保险公司，是专为政府员工和军事人员承保其私用汽车意外保险，另外也为房屋所有人及其他合格的申请者承保多种保险。另有一个一般保险公司，替其他的申请人承包私用汽车保险。

这家保险公司于 1936 年由名叫利奥·格德温的一位保险会计师所建立，他原来的想法是成立一家直接以邮寄方式往来，且只为驾驶者承保意外保险的公司。但后来发现，政府员工这个族群发生事故的次数较一般人少一些，他也知道直接销售保单给驾驶者，公司能够免除与保险经纪人有关的经常性费用，这个支出占保费的 10% ~25%。格德温计算，如果他将那些开车小心的人区分出来自成一族，而直接由储金发行保单，那就有机会成功。事实证明了他的想法，承保利润果真大幅上扬。但 20 世纪 60 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代后期由于多种原因，公司开始出现亏损。

保险业是巴菲特投资专业知识中的强项，而且此时柏克夏公司已经拥有了规模不小的保险业集团，在 GEICO 公司即将破产之际，1976 年巴菲特以平均每股 318 美元的价格买进了 129.4 万股。1980 年之前，柏克希尔公司又对 GEICO 公司增加了 4700 万美元的投资。1980 年又猛增到 1.05 亿美元的投资，最后，共向 GEICO 公司增加投资 17 亿美元。在柏克希尔体系中，GEICO 是柏克夏的第二大持股公司，至 20 世纪 90 年代中期，柏克希尔公司对 CEICO 持股已达 48%。从此，GEICO 公司与华盛顿邮报公司、首都/美国广播公司和其后收购的可口可乐公司一起，被巴菲特挑选为柏克希尔体系中的永久持股公司，也就是说 CEICO 公司是巴菲特资产的核心部分。

巴菲特明白，汽车保险虽属于日常必需品，但它在定价上有稳定及高度弹性的优势。他认为 GEICO 能赚钱，而且他认为 GEICO 的领导阶层也有竞争能力和优势。而目前的企业危机，只能说明 GEICO 暂时受创，何况它还有市场特许权。1976 年，巴菲特起用约翰·伯恩任 GEICO 公司总经理。巴菲特给他定下的目标，是使公司业绩起死回生。在伯恩的经营下，第一个责任年度从营业销售额的 4.63 亿美元中，便赚了 5860 万美元，到 20 世纪 90 年代更有较大增长。根据柏克希尔·哈斯威 1994 年度普通投资组合报告，共持有 3425 万股的 GEICO，市价总值为持股成本的 38 倍多，可见其为柏克希尔·哈斯威公司创造了多么巨大的效益。

作为一个精明的投资者，巴菲特有与众人不同的逆向思维，如他总能在整个华尔街都厌恶某个企业或者完全不把它放在眼里的时候，独具慧眼地看到它所具有的潜力，进而采取收购行动。如通用食品当时是一家不怎么活跃的食品公司。而可口可乐虽然有保障，但经营作风显得保守。因此这两家企业的股票在市场上缺乏吸引力，而大部分华尔街的投资人都不愿购入这些缺乏吸引力的股票。20 世纪 80 年代开始，巴菲特购入通用食品和可口可乐公司的股票。在购入通用食品的股权之后，由于通货紧缩降低了产品成本，而消费者的购买行为却继续增加，使得通用食品的盈余获得了大幅增长。1985 年，当烟草商菲利普摩里斯收购通用食品的时候，巴菲



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特的投资增长了三倍之多。80 年代后期，柏克希尔公司收购了可口可乐公司后，可口可乐的股价上涨了四倍之多。

在巴菲特的投资史上值得一提的还有从 1986 年起，对首都/美国广播公司的投资。首都/美国广播公司是美国媒体通讯行业中的名列前茅的大公司。它的资本额为 11 亿美元，拥有经营电视和广播网、电视和广播电台，同时也为有线电视公司制作录影带。此外公司也发行报纸、购物指南和各种企业相关的专业杂志、定期刊物和书籍。

首都/美国广播公司旗下有八家电视台、九家调幅广播电台和八家调频广播电台，发行八份日报、75 份周报、56 份购物指南和 12 个州的不动产杂志。专业刊物发行部门包括农业出版集团、切尔敦出版公司、费尔柴德出版集团等，其中金融服务及医药集团发行多本杂志，包括著名的《机构投资人》和《国内医药新闻》等。

首都/美国广播公司创办于 1954 年，此后 30 年里，在董事长汤姆·墨非的主持下，进行过 30 笔以上有关广播及出版的收购行动。从 20 世纪 80 年代中期起，巴菲特斥巨资对首都/美国广播公司投资。令许多业内人士感到震惊的是，在 1987 年 10 月美国股市大跌期间，巴菲特手中的投资组合只有三种，即价值 10 亿美元的首都/美国广播公司、7.5 亿美元的 GEICO 股票和 3.23 亿美元的华盛顿邮报公司。首都/美国广播公司在其 20 亿美元的投资组合中所占的重要地位于此可见一斑。

收购首都/美国广播公司对于巴菲特来说是冒了一定的风险的，因为墨非向巴菲特开出的售价是每股 172.5 美元，而这个价格与公司当时价值相比，显然已经高了。而且专家们提到，按格雷厄姆的计算公式，这家公司每股单价应在 203 美元左右，也就是说：只有 8% 的安全边际，而与低于净资产值 2/3 的安全边际理论相比，不仅有违于巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆的安全边际理论，甚至与巴菲特一贯的收购风格也不相符。对此，巴菲特承认他已对这一原则做了折中。

巴菲特基于对传媒业的深刻了解，才敢于做出这项决定。而且这里有一个特别的考虑，是为了该公司聪明而且精明的管理层而下决心的，这是针对巴菲特所崇拜的汤姆。事实证明巴菲特的决策是正确的，在整个 20 世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪80年代中，首都/美国广播公司的股东报酬率大约维持在5%～7%左右，比斯坦普工业指数还高，其毛利率也是美国一般企业的三倍。

在整个20世纪70年代至80年代里，值得一提的还有巴菲特的股票投资，1971年，柏克希尔公司所投资的股票总数为1170万美元。1975年，市价总值增加到了3900万美元。而同期，由于空头市场降临，一批年金基金经理人都纷纷减仓，只把手头上21%的资金投入到价格极低的股市里。到1978年底，柏克希尔所拥有的股票，市价总值已达2.2亿美元和一笔价值高达8700万美元的未实现收益。在这三年中，道·琼斯工业指数从852点下跌到了805点，而柏克希尔公司却照样获得了丰厚的利润，在普通股上的投资，已实现与未实现的获利为1.12亿美元。

1973年开始，柏克希尔公司着手投资1000万美元于华盛顿邮报，至1977年，投资额增加了3倍，20世纪70年代末期至1986年，购入首都/美国广播公司。1978年以2380万美元收购了GEICO的保险公司。这时巴菲特有2/3的资产集中在金融和周期性消费产业这两种产业团体上。

1980年柏克希尔公司的投资组合中超过500万美元的企业有18家之多，除了广告、广播、保险以及出版公司外，还拥有底特律全国银行、通用食品公司、美国铝业公司、凯塞铝业化学公司、克里夫兰·克里夫钢铁公司、吾尔渥斯零售企业、平克顿服务公司和雷诺烟草公司等，几乎除了资本财务、能源、科技和公用事业之外的各个主要工业集团，都有巴菲特的股票投资。

至于为什么巴菲特对众人趋之若骛的科技公司股票完全置若罔闻，巴菲特的理由是自己无法对这类公司有充分的了解。而对于公用事业公司，巴菲特亦不感兴趣，理由是对于利润固定的行业，从来不在他投资的考虑范围之中。这也许更符合巴菲特的投资理念和他的投资风格。他说：“首先我会避开那些让我缺乏信心的一般商品企业和经营管理阶层。我只购买我所了解的公司类型。而那些公司多半具有良好的品质，以及值得信赖的经营管理阶层。”

报纸、电视台的投资一向是巴菲特的强项。进入20世纪90年代以来，巴菲特已有控股华盛顿邮报公司和《水牛城新闻报》20年以上的经验，又



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入主首都/美国广播公司十年以上，所以，当他把投资目标又一次定在加内公司时，并不是出人意料的举动。

加内公司是采取分散化经营的新闻和大众传播公司。其主要经营范围包括报纸出版、电台和户外广告。加内公司是美国最大的报业集团，有82种日报、50种刊物，以及闻名世界的《今日美国》、《周末美国》等。《今日美国》是美国的全国性日报。1994年加内公司发行销售的报纸，平均每天超过630万份。加内公司当时的市价总值为77亿美元。

加内公司还拥有十家电视台，分布于凤凰城、丹佛、华盛顿、亚特兰大、杰克森维尔和其他城市，并经营六个调频广播电台和五个调幅广播电台，分别在洛杉矶、圣地亚哥、檀波、圣彼得堡、芝加哥、达拉斯和休斯敦等处。加内公司还是北美最大的户外广告集团，在美国国内11个州和加拿大都拥有营运工程。

20世纪80年代中期，报业整体的股东权益报酬率比较高，平均接近19%。但到1990年就开始下降，股东权益报酬率平均为13%，但还显然优于当时大部分企业的10%。此时，加内公司股东权益报酬率虽也有所下降，但它经过迅速重组，1993年即升至23%。

加内公司迅速复苏，与公司管理层严格控制成本有关，20世纪80年代末，杰克·考利接任该公司董事长兼总经理，采取大刀阔斧的削减公司支出的措施，使加内公司的毛利率保持在11%，高出平均价值约4%。1994年，考利又投资3.99亿美元，以平均每股50美元的价格回购了本公司流通在外的股票800万股。在过去10年中，该公司的股东盈余每年成长12%，1993年盈余为4.74亿美元。1994年下半年，加内公司的股价每股稳定在45~50美元之间，巴菲特花在加内公司股票的平均成本为每股48美元。巴菲特的计算理由是，假如每年成长率为12%，他是以加内公司实质价值的六成购入该股，假如成长率为10%，他则是以五四折买入该股，这就是说无论何种情况，买入该股是在其划定的安全线之内。

收购加内公司符合巴菲特的投资原则，一是买进了他容易了解的公司；二是以合理的股价买进；三是有良好的业绩记录，前景光明；四是有负责的、理智的管理人员。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 破釜沉舟，背水一战张显大智慧

在巴菲特对企业投资的生涯中，常常会有人对他的想法和选择提出异议甚至完全否定。但巴菲特却用时间和事实一再证明了自己投资的理智的正确。他对威尔法斯哥和运通公司的投资就强有力的说明了这一点。

柏克希尔公司在20世纪90年代的大收购中，还有一项收购引起人们对巴菲特的非议，即收购威尔法斯哥公司。

1990年10月，巴菲特宣布柏克希尔已经购入威尔法斯哥公司股票的500万股。1990年，威尔法斯哥以每股高价86美元上市，由于投资人担心经济不景气会蔓延到西海岸，导致对商业区和住宅区的不动产市场的大量贷款损失。而威尔法斯哥又是加州地区银行业中拥有最多商业不动产的一家银行，因而人们纷纷抛售，并有人沽空该股，导致股价下跌，威尔法斯哥股票在当年10月的卖空收益高达77%。在这种情势下，巴菲特见时机成熟，开始陆续购进该股。

以后几个月间，柏克希尔公司已掌握有该银行流通在外10%的股份，成为该银行的第一大股东。巴菲特的介入导致了围绕威尔法斯哥银行股票走势的一场争议。在巴菲特一方，其介入持股是看好该股，投入2.89亿美元，为的是它日后的成长。而看空该股者为另一方，如当时美国最大的卖空者费西哈巴兄弟投机该股，是预料该股将进一步下跌，不仅因为它已下



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌了49%，而且费西巴哈兄弟的达拉斯财务主管表示："威尔法斯哥是死定了"，还说："我不认为声称它们为破产大王是正确的，但是我认为它们离破产也不远了。"摩根斯坦利公司一位有影响的分析师巴顿认为，威尔法斯哥股价最终会跌到只剩百分之十几的价格。

也是这个时候，保德信证券公司的证券分析师乔治·沙劳表示："巴菲特是出了名的讨价还价者，也是长期投资者。"但是当时得州由于能源价格下滑而导致银行倒闭的事给人们心理预期蒙上了阴影，乔治·沙劳认为"加州有可能会变成另外一个得州。"言外之音对威尔法斯哥的情形不容乐观。在贝伦的一位名叫约翰·利西欧的业内人士也表示："巴菲特无须担心谁在长期挥霍他的金钱，只要他不要一直试着去买谷底价位的银行股。"几乎所有的舆论都看淡威尔法斯哥，甚至有人开始教巴菲特，如何在他最熟悉的行业之一进行投资了。

而巴菲特之所以选中威尔法斯哥银行投资，是有他的道理的，让我们先来了解一下这家银行的情况。

1983 年，深具理性和睿智的卡尔·理查德出任威尔法斯哥公司董事长，他走马上任后，决心不惜血汗，要把死气沉沉的银行来个根本转变，使之变成能赚钱的大企业。在他的努力下，1983 年到 1990 年的七年间，威尔法斯哥的平均获利是 1.3%，而且平均股东权益报酬率是 15.2%。1990 年，威尔法斯哥以 560 亿美元的资产，排名为美国的第十大银行，充分显示出了卡尔·理查德的管理水平。尽管他尚未着手股票回购或发放特别股利的计划，就已经使股东们获利了。在理查德领导下，威尔法斯哥亦专注于控制成本，分析师们从比较公司和非利息支出占公司净利息收入的比例中，可以了解到银行的营运费用占净利息收入的百分比。据测算威尔法斯哥的营业效率是 20% ~30%，这个数据表明，它的营运成本，比第一洲际银行或美国银行还要好，而理查德的一个特别应该指出的管理本领是，一旦成本被控制住以后，他就不让成本再度增加，从而能持续地改善威尔法斯哥的赢利状况。按理查德自己的说法是："我们试着像是经营一家企业来管理这个公司，2 +2 =4，而不是 7 或 8。"巴菲特在 1990 年买进这家银行的股权时，该银行是国内任何主要银行中，对商业不动产放款最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高的银行，高达 145 亿美元，是它股东权益的五倍。由于当时加州的经济不景气状况正在恶化，因此，分析师推算银行的商业放款中，有一大部分将成为呆账。这导致了威尔法斯哥股价在 1990 年和 1991 年的下跌。

当时由于美国联邦储贷保险公司的倒闭，震动了金融界，金融检查人员认真地分析了威尔法斯哥银行的贷款投资组合情况，迫使银行在 1991 年拨出 13 亿美元作为呆账准备，1992 年度再提列 12 亿美元作呆账准备。因为准备金是每月拨出，投资人开始对每次的提列金额感到紧张。按规定银行并非一次足额提到放款损失准备金，而是在二年内慢慢提到。但投资人对于银行是否能撑到其放款问题得到解决的时候表示怀疑。

1990 年由于柏克希尔宣布它拥有威尔法斯哥股权后，股价在 1991 年初明显上扬，达到 98 美元一股。这为柏克希尔赚取了两亿美元的利润。但正如巴菲特事后承认的那样："我低估了加州的不景气和那些公司的不动产问题。"果真在 1991 年 6 月，当银行宣布另外一笔放款损失准备的提列造成股价两天之内下跌 13 美元，降到每股 74 美元。虽然股价在第四季度略有回升，但由于威尔法斯哥必须为它的放款损失再增拨另一笔准备金，这明显将使盈余减少，因此到年底，该股以 58 美元一股收盘，这与 1990 年 10 月柏克希尔以平均每股 57.88 美元买进的价位基本持平。

威尔法斯哥银行 1990 年赚了 7.11 亿美元，但 1991 年由于提列呆账准备，只赚了 2100 万美元，1992 年虽然达到 2.83 亿美元，但仍小于它前两年的盈利水平。但反过来说，如果加上呆账准备金，那么该银行仍有每年赚进 10 亿美元的盈利能力。

巴菲特与大多数人们的分歧在于，若考虑所有的放款问题之后，它还有赚取盈余的能力吗？巴菲特认为有，而看空卖空者则认为没有。

巴菲特为柏克希尔公司建立了一个理性购买模式，他认为："加州银行所面对的主要风险是地震，除了危及贷款者，也破坏了借款给他们的银行，它所面对的第二个主要风险是系统性的，包括一些企业萎缩的可能性或严重的财务恐慌，以致不论经营者多么精明地管理它，它几乎仍会危及每一个靠高负债运作的组织。"巴菲特的判断使他觉得发生这两种重大风险的可能性不高，但他仍然认为，市场最惧怕的莫过于西岸的不动产值将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会下挫，因为房屋兴建过剩，而事实雄辩地证明了他的投资理念和方法是经得起考验的。

巴菲特赞赏理查德，表明在他挑选的银行投资中，理查德是经营者最好的银行。他说："我不想要开始吹嘘威尔法斯哥的股票或任何事，我只是认为它是真正的好企业，有最好的经营者，价格也合理，通常就是这种情况，投资人可以赚得更多的钱。"

从 1994 年开始，柏克希尔公司利用全美股票市场报酬率走低的时候，开始了又一轮大规模的收购行动。巴菲特的观点是，只有当优良的公司被不寻常的信息包围，导致股价被错误地评价的时候，才是真正大好的投资机会。

在巴菲特的投资事业中，值得一提还有美国运通，他是巴菲特在 20 世纪 60 年代中期起就进行投资的目标，与柏克希尔公司保持的关系也是除可口可乐之外最长的一家公司。

20 世纪 60 年代中期，美国运通曾爆发过著名的沙拉油丑闻案。事情是这样的，当时运通公司曾出证明说它库存了大批沙拉油，但事实上没有什么沙拉油的存在，于是它很快就负债数百万美元，股价猛跌了一半多，善于瞄准问题股的巴菲特随即乘虚而入，以 1300 万美元购入该公司 5% 的股票。至 90 年代，柏克希尔已拥有该公司 10% 的股份，总资产在 14 亿美元左右。

美国运通的业务共有三大部门：一是旅游及相关服务，从事美国运通卡和美国运通旅行支票，此业务占运通营业额的 72%；二是运通财务咨询，包括财务规划、保险和投资产品，占营业额的 22%，美国运通的财务咨询专家超过 3600 位，负责的资产达到 1060 亿美元，这个子公司因此成为美国最大的基金经理人之一；三是美国运通银行，它只占该公司营业额的 6%，却是分布在全世界 37 个国家共 78 个营业场所的服务网的中心枢纽。美国运通旅游相关服务部门持续生产固定的利润，此部门一直都有巨额的股东盈余，用来资助它的不断成长。

巴菲特一贯的观点，也是鉴别公司经营管理层是否负责的表现是，当一个公司所产生的多余现金大于营运所需时将如何处置。为此，巴菲特把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经营管理者分为两类，一是对股东权益负责的，他将用资本余额增加股利分配或回购股本；二是盲从法人机构，花掉现金用来扩展其企业领地。巴菲特欣赏前者，而认为后者是很不幸的。美国运通1992年前的前任总经理詹姆斯·罗宾逊就是盲从于法人机构，用多余现金收购同行业，结果在收购希尔逊·李曼公司时遇到了很大挫折。希尔逊·李曼公司不但没给美国运通以回报，还要靠运通不断注入资金才能维持营运，整体算下来，美国运通已投入希尔逊达40亿美元。罗宾逊为此求助巴菲特，柏克夏购买了3亿美元的特别股，但直到运通公司变得理性时，巴菲特才成为普通股的股东。

1992年，哈维·戈勒继任总经理，戈勒与巴菲特志向一致，强调美国专利权和品牌价值。他上任的当务之急是强化旅游相关服务部门的品牌意识，重整希尔逊·李曼公司的资金结构，以便抛售。前后差不多用了两年时间，戈勒清算了美国运通的不良资产，恢复了公司的获利能力和股东权益报酬率。1992年戈勒出售美国第一数据企业，使美国运通净赚了10亿美元以上。1993年又将其资金管理部门——波士顿公司以15亿美元出售给美伦银行。不久，希尔逊·李曼公司也分割成两部分，卖掉了希尔逊公司零售业务账户，而李曼兄弟公司，在戈勒投入10亿美元以后，免税分配给了美国运通的股东。

1994年，旅游相关服务部门成为公司最有利润的部门，公司也誓将美国运通卡建立为“世界上最有威信的服务品牌”，重视“美国运通”的无形资产，连IDS也改名为：美国运通财务咨询。戈勒定下了美国运通公司的财务目标，每股盈余要求每年成长百分之十二至百分之十五，股东权益报酬率达到18%～20%。1994年9月美国运通发布一项声明：宣布董事会授权管理阶层买回2000万股普通股。

巴菲特密切关注着美国运通的变化，早在1994年夏天，他先将柏克希尔持有的特别股转换成普通股，并开始收购更多的普通股。到年底，柏克希尔已拥有了2700万美国运通股，平均价为每股25美元。1995年春，美国运通又宣布另外回购流通在外的股票4000万股，此举高达总流通在外股数的8%。而巴菲特也采取相应的行动，于1995年2月又另外增持了2000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万股，使柏克希尔取得了近10%的美国运通的股权。

按保守的方法估计一下美国运通的成长率，大致可以这样看，1993年通过出售子公司，该公司至1994年底的盈余为14亿美元。戈勒确定的公司成长目标为12%～15%，假设未来10年能持续成长10%，第11年以后只剩5%的成长率，这肯定低于管理阶层自己的预估，再以10%来折现盈余，那么美国运通的实质价值为434亿美元，每股为78美元，按此计算，巴菲特是以美国运通实质价值的70%买入该公司，具有较大安全边际。说明他投资并长期持有美国运通是正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 学会分析企业，而不是停留在表面

巴菲特认为在投资的时候，投资者要将自己看成是企业分析家，而不是市场分析师或总体经济分析师，更不是有价证券分析师。这表示，巴菲特在评估一项潜在交易或是买进股票的时候，他会先从企业经营者的角度出发，衡量该公司经营体系所有质与量的层面。

巴菲特说过："仅在你的竞争优势圈内选股，这不在于这个竞争优势圈有多大，而在于你如何定义形成优势圈的参数"。

对巴菲特来说，股票是抽象的概念。他不以市场理论、总体经济概念或各产业领域的趋势等方式去思考。相反，他的投资行为只和该企业实际的经营状况有关。他相信，如果人们的投资行为只是基于一些表面的观点，而完全不了解企业的基本面，那他们很容易在出现一点小状况的时候就被吓跑。这样情形的十之八九的结果就是赔钱。巴菲特当然不会这么做。他将注意力集中在尽可能地收集他有意收购企业的相关资料上，主要可分成下面三方面。

（1）该企业是否简单易于了解。

以巴菲特的观点，投资人财务上的成功，和他对自己所投资对象的了



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解程度成正比，以这样的了解，可以区别以企业走向作为选股依据的投资人，和那些带着一夜暴富的投机心态，整天抢进抢出，却是占了绝大多数的投资人。

多年来，巴菲特一直拥有许多企业：加油站、农场开垦公司、纺织厂、连锁性的大型零售商、银行、保险公司、广告公司、铝业及水泥公司、报社、油田和矿产开采公司、食品、饮料、烟草公司以及无线和有线电视公司。巴菲特或者拥有企业的控制权，或者只是拥有该公司部分的股票。无论哪一种情形，巴菲特总是明确地掌握那些企业运作的状况。他了解所有伯克希尔持股公司的年收入、开销、现金流量、劳资关系、定价弹性和资本分配等情形。

因为巴菲特只在他了解的范围内选择企业，所以对伯克希尔所投资的企业一直有高度的了解。巴菲特建议投资人，在竞争优势圈内选股，这不在于竞争优势圈有多大，而在于如何定义形成优势圈的参数。

有人批评巴菲特划地自限，使得自己没有机会接触如科技工业等具有极高投资潜力的产业。但是根据巴菲特的观察，投资的成功与否并非取决于你了解的有多少，而在于你能否老老实实地承认自己所不知道的东西。“投资人并不需要做对很多事情，重要的是不能犯重大的过错。”在巴菲特的经验里，以一些平凡的方法就能够得到平均以上的投资成果。重点是投资人如何把一些平凡的事，做得极不平凡。

巴菲特选择投资《华盛顿邮报》，就在于他对报业的深刻了解。巴菲特的祖父曾经拥有并且编辑《克明郡民主党报》，这是一份内布拉斯加州西点市的周报，他的祖母在报社帮忙并在家里的印刷厂做排字工作，他的父亲在内布拉斯加州大学念书的时候曾编辑《内布拉斯加人日报》，巴菲特则曾是《林肯日报》的营业主任。人们常说假如巴菲特不从事商业，那他最可能从事的是新闻工作。

1969年，巴菲特买下了他的第一份重要报纸——《奥玛哈太阳报》，连同一些周报。虽然他尊敬高品质的新闻事业，但巴菲特一想到报纸总是把它当做企业看待。他期望一个报社老板得到的奖赏是利润而不是影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力。拥有《奥玛哈太阳报》让巴菲特学到一些报纸的经营方式。在开始买进《华盛顿邮报》的股票之前，他已经有四年经营报社的经验。

同样，巴菲特基于对保险业的深刻了解，投巨资购买 GEICO 的股票。1950 年，巴菲特还在哥伦比亚大学念书的时候，他注意到他的老师格雷厄姆是 GEICO 的董事之一。好奇心刺激巴菲特花一个周末去华盛顿拜访这家公司。巴菲特有许多问题，营业处主管大卫森花了五个小时告诉巴菲特 GEICO 的特点。

后来当巴菲特回到奥玛哈他父亲的经纪公司时，他推荐公司顾客购买 GEICO 的股票，而他自己也投资 1 万美元在 GEICO 的股票上，这大约是他所有财产的三分之二。然而，许多投资人拒绝了巴菲特的建议。奥玛哈的保险经纪人向巴菲特的父亲抱怨他的儿子竟推荐一家“无人敢当经纪人”的保险公司。这一度让他感到非常灰心。一年后，巴菲特卖掉手上的 GEICO 股票，赚得 50% 的利润，然后到 1976 年以前都没有再买 GEICO 的股票。

不久巴菲特就又毫无畏惧地继续向他的委托人推荐保险业股票。他以它盈余的三倍，购买堪城人寿的股票；他在伯克希尔哈萨威的有价证券投资组合里，拥有马萨诸塞州损害赔偿暨人寿保险公司。1967 年，他购买国家偿金公司的控股权。在之后的十年中，杰克·林区教导巴菲特如何经营保险公司，这次的经验帮助巴菲特了解保险公司如何赚钱，这种经验不易从其他地方得到。尽管 GEICO 的财务状况仍是危机重重，巴菲特仍很有信心购买其股票。

（2）该企业过去的经营状况是否稳定。

巴菲特不愿碰复杂的企业，对于那些正因面临难题而苦恼，或者因为先前的计划失败，而打算彻底改变经营方针的企业，他也敬而远之。根据巴菲特的经验，回报率高的公司，通常是那些长期以来都持续提供同样商品和服务的企业。彻底改变公司的本质，会增加犯下重大错误的可能。

巴菲特相信，“重大的变革和高额回报率是没有交集的”。不幸的是，大多数的投资人都背道而驰。看到有许多投资人拼命抢购那些正在进行组织变革的公司。巴菲特说：“基于某些不可理解的原因，投资人往往被一



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些企业将来可能带来的好处的假象所迷惑，而忽略了眼前的企业现实。”

巴菲特从经营与投资的经验中总结到，把气力花在以合理的价位购买绩优的企业，远比以较低的价格购买经营困难的公司更为划算。巴菲特解释说：“查理和我还没有学会到如何处理难以应付的企业。我们学会的只是去避开它们。我们之所以能够成功，并不是因为我们有能力清除所有的障碍，而在于我们专注地寻找可以跨越的障碍。”

巴菲特告诉伯克希尔的股东，他第一次和华盛顿邮报公司有财务上的关联，是在他 13 岁的时候，当时他的父亲在国会服务，他做送报生就专门送《华盛顿邮报》和《时代前锋报》。很明显，巴菲特非常了解报纸丰富的历史，他认为《新闻周刊》是一个可以预测其未来的企业。他也很快就知道了公司电视台的表现。多年来华盛顿邮报公司，一直报道他们广播部门主要的绩效。巴菲特根据他本身的经验和公司成功的历史判断，他相信这家公司拥有一贯优良的营运历史，未来的表现将可预期。

然而，看了巴菲特收购 GEICO 的表现，我们的第一个反应可能是巴菲特违背了他关于公司稳定经营史的原则；很明显，GEICO 的营运在 1975 年和 1976 年完全不具一致性。当伯恩成为 GEICO 总经理的时候，巴菲特说，他的工作目标是使公司起死回生。但是巴菲特以前提及起死回生是一件非常困难的事。那么该如何解释伯克希尔对 GEICO 的购买行为？更重要的是，巴菲特认为 GEICO 还未被危机击垮，只是受创而已。它在提供低价、无中间代理的保险商品上所具有的特许权仍然是独一无二的。而且，GEICO 还有机遇，市场上仍然存在着小心谨慎的群体的族群，公司仍为他们提供保险需求来赚取利润；在价格基础上，GEICO 一定可以打败它的竞争者。十年来，GEICO 将资金投注在其竞争优势上，并为它的股东赚取了丰厚的利润，巴菲特认为这些优点仍然存在。GEICO 在 20 世纪 70 年代所遭遇的困境，与其是否还保有市场上的特许权毫无关系，而是因为业务上以及财务上的问题使公司误人歧途。即使没有任何资产净值，GEICO 还是非常值钱，因为它的特许权仍在。

（3）该企业长期发展的远景是否被看好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据巴菲特的说法，经济市场是由一小群有特许权的团体和一个较大的商品型企业团体所组成，后者其中大多数是不值得投资的。他将小部分拥有特许权的团体，定义成是提供商品和服务的企业，而这些商品和服务的特点是有旺盛的消费需求、无近似替代性产品和不受法律规范的。因为具有这些特色，使得有特许权的经销商可以持续提高其产品和服务的价格，而不用害怕会失去市场占有率或销售量的减少。

一般情形是，有特许权的经销商甚至在供过于求以及产能未完全利用的情况下，也能提高商品的价格。像这样的价格变动能力是此类经销商的重要特征之一。这使得它们获得较高的资本投资回报率。另一个重要的特征是，有特许权的经销商拥有大量的经济商誉，这使得它们有较高的耐力去承受通货膨胀所带来的影响。

而大多商品型企业（商品型企业是商品没有品牌，消费者采购标准是价格和品质。）所提供的商品多半大同小异，竞争者之间也没有太大的差别。尽管有庞大的广告预算，要有效地区别这些产品的差异仍然极为困难。

一般来说，商品型企业的回报率都不高，而且“最有可能是获利不易的企业”。既然产品基本上没有什么不同，他们只能在价格上互相较量。除此之外，也只有在商品供应紧缩的时候能够赚钱。巴菲特指出，决定商品型企业长期获利能力的关键，是供应紧缩年数和供应充足年数的比值。然而，这个比值通常都很小。巴菲特开玩笑地说，伯克希尔纺织部门的最近一个供应紧缩时期，总共只持续了“那天早晨最美好的一段时光”。

在分析过公司经济面的特性之后，接着，巴菲特判断公司在竞争上的优势和弱势。他透露说：“我所喜欢的企业，一定具有我所能了解，并且认定它能够持续长久的经济优势。”

大多数拥有特许权的经销商，也都拥有经济上的优势。一个主要的优势是，他们拥有随时抬高价格以及在投资资本上赚取高额利润的能力；另一个优势是，他们能够在经济不景气的时候生存。巴菲特认为，最好的情况莫过于经营不善还能够获得高额回报。他说：“特许权经销商能够容忍经营不善的失误。不当的管理会减少特许权经销商的获利能力，但不至于



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造成致命的伤害。”

特许权经销商最大的弱势是，他们的价值不会永远不变。他们的成功不可避免地会吸引其他业者进入市场，竞争将会跟着发生。替代性的产品跟着出现，各家商品之间的差异性也就愈来愈小。在这段竞争期间，经销商将逐渐地退化成巴菲特所说的“弱势特许权经销商”，然后进一步成为“强势的一般企业”。最后，曾经拥有无限潜力的特许权经销商，会萎缩成为一般性的商品企业。当这样的情形发生的时候，良好的经营管理能力的价值和重要性将大为提升。特许权经销商可以在不当的经营管理下生存，一般的商品性企业却不能。

在美国国内大约有1700份报纸，其中将近1600份没有直接的竞争对手。巴菲特注意到那些报纸的业主相信，他们每年之所以能赚得超乎预期的利润，是因为他们的报纸具有一定的新闻品质。巴菲特说事实上就算是三流的报纸，如果它是城镇里唯一的报纸，也能赚到足够的利润。不可否认，一份高品质的报纸会有较大的市场渗透力，但他解释说即使是一份平凡的报纸，由于它可以将消息广为流传，所以对大众也是很重要的。城镇里的每个企业、每个房屋卖主或任何一个人，只要想将信息让大众知道，都需要报纸的宣传来达到目的。巴菲特相信拥有一份报纸，就好像从城镇里每一个想制作报纸广告的企业中，独占刊登广告权一样。

除了一些独占特性外，报纸也有很高的经济商誉价值。如同巴菲特指出的，发行报纸所需要的资本很少，所以能轻易地将销售量转成利润。即使报社增添昂贵的计算机辅助印刷机，或编辑部增添电子系统，支出的费用也能很快地借固定工资成本的减少而补偿回来。报纸也比较容易提高售价，因此，能从投下的资本上产生高于一般企业的报酬，以减少通货膨胀造成的伤害。根据巴菲特的判断，一家典型的报社可以将它报纸的售价加倍，而仍然保有百分之九十的读者，就像《今日美国》一样。

再比如巴菲特收购美国广播公司的股票，也是看中其非同一般的远期前景。广播公司和广播网都有高于产业平均值的前景。在许多相同的因素下，它们像报纸一样打出了不少经济上的商誉。一旦广播电台建立起来以后，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资和营运所需要的资金并不多，而且根本没有存货投资。电影和电视节目的购置费用，可以在广告收入进账之后再支付，一般来说，广播公司的投资回报都会高于产业平均值，而且赚得的现金也都超过公司营运所需。

广播网和播送者所谓的风险，主要包括政府的规范、不断更新进步的技术和瞬息万变的广告经费。政府单位可以拒绝公司广播执照更新的申请，但是这种情况很少发生。在1985年，有线电视节目对它们还不具很大的威胁性，虽然有一些人收看有线电视台，但绝大多数的人仍然喜欢看无线电视网的节目。另外，在20世纪80年代，用在非必要性支出的消费品上的广告费用大幅上升，为了让大多数观众看到他们的广告，广告商仍然必须依靠无线电视网。依巴菲特的看法，无线电视网、广播公司和报纸的前景是无可限量的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 将目光锁定在投资明显企业上

巴菲特名言："资投明星企业不可能今天投下钱明天就能获得利润，我们应该看远一点，三年之后，或五年、十年之后，你再回头看看当初，哥们儿，原来钱是那么轻易赚来的"。

巴菲特用来评估经营效益和经济绩效的原则，都是以典型的巴菲特式原理为基础。举个例子来说，他不怎么重视年度的营运绩效，而把焦点放在每四年或每五年的平均值上。他指出，创造营业收益所需的时间，通常不大可能与行星绕太阳一周的时间相吻合。他对于那些用以捏造辉煌业绩的行为更是感到不满甚至是厌恶。相反，他遵循以下几个原则。

（1）股东权益回报率。

一般来说，分析师借助观察每股盈余来评定公司全年度的表现，分析在过去一年中每股盈余是否增加？巴菲特认为，每股盈余只是一层烟幕。他说："对公司经营管理业绩最根本的衡量标准，是取得较高的营业用权益资本收益率（earnings rate on equitycapital employed）（没有不合理的财务杠杆、会计操纵等），而不是每股收益的持续增加。我们认为，如果管理层和金融分析师们将重点不是放在每股收益及其年度变化上的话，公司股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东以及社会公众就能更好地理解公司的经营情况。”既然大多数的公司都以保留部分上年度盈余，作为一种增加公司股东权益的手段，那么对于平均每股盈余这种表面的数据，又有什么好大惊小怪的呢？如果一个企业在每股盈余增加10%的同时，它的股东权益也增长了10%，那就没什么了不起了。他解释说，这和把钱存入银行，然后就会生利息根本没什么两样。

巴菲特把股东权益回报率视为评估投资成败的指标。商誉是企业有能力从再投资的资金获得高报酬时，企业价值对账面价值的溢价。长期股东权益回报率为10%的普通企业，在低利率时期可能有溢价，可是利率会在高低之间游走，所以这个溢价可能很快就消失。巴菲特发现，比较保险的做法是寻找股东权益回报率突出的企业，这样的回报率可能一再重复而且远超越一般债券或现金回报率。

回报率10%的股票，或许和利率10%的债券价值相同。股票和债券有两大差异，首先，债券有到期日，也就是偿还本金或议定新利率的日期。而股票的股东权益则永远存在。除非你是有决定权的大股东，否则你只能听任管理阶层决定是否分配股利或把赚到的现金再投资。第二个差异则和再投资风险有关。

“再投资风险”是指投资人无法把证券带来的收益妥善投资的概率，即使投资的期限不变。如果我们购买利率10%的债券，而且对债券的信用风险感到满意，在到期之前，我们可以确定每年可得到本金10%的收益。我们无法确定的是，定期得到的收益有多少购买力。我们也无法预知，通货膨胀会把物价推到什么水准，或是目前利率会对股价造成何种影响。这个问题并不深奥。按照合理的推算，这种债券的收益价值，10年后将远超过原本的投资。假设我们在拿到第一年的收益之前利率下降，那么利率10%的债券到现在会值钱很多。长期的总回报率则无法预估。

巴菲特以相反的角度思考。如果你把股票看做可以提供固定回报率的债券，你会拥有“再投资机会”。股票会有股利，不过这个股利（或者说如何运用股利）仍无法预测。但保留盈余将以能够预知的股东权益回报率



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再投资。假如长期的股东权益回报率是10%，保留盈余也可以带来10%的获利。一般的债券把“盈余”全数付给投资人作为收益。大部分上市公司把50%或更低的盈余拿来分配股利。成长快速、可能买回股票的高回报率公司，或许只会拨出一小部分的盈余来发放现金股利。

所以，投资人必须有能力控制那些会影响营业盈余的各种不寻常因素。巴菲特排除了所有的资本收益和损失以及其他任何可能增加或减少营业盈余的不寻常项目。他设法独立划出企业各种特定的年度绩效。他设法了解在拥有特定的资金可供运用的情况下，管理层能为公司创造营业收益的额度。他认为这是判定经营绩效最好的一个依据。

他主张“成功的经济管理绩效，是获得较高的股东权益回报率（没有不当的融资与会计上欺骗的方式等），而不只是在于每股盈余的持续增加。”巴菲特比较喜欢以股东权益回报率——营业盈余（分子）与股东权益（分母）之间的比例，作为评估公司年度表现的依据。

除此之外，巴菲特相信，在负债少或无负债的情况下，企业能达成良好的股东权益回报率。我们知道，公司能借增加其负债比率来提高股东权益回报率。巴菲特当然了解这个情况。但是为了提高伯克希尔的股东权益回报率而增加负债，对巴菲特而言，这个主意实在不怎么样。他说：“好的企业或投资决策不需要负债，就可以产生令人满意的经济成果。”此外，高负债的公司在经济衰退期间非常容易受到伤害。巴菲特不愿意以增加债务的方式拿伯克希尔股东的福利冒险。

尽管他的态度保守，巴菲特在借钱的时候并不畏惧。事实上，与其在急需用钱的时候才去借款，他宁愿在事先预知有金钱上的需求时，就开始行动。巴菲特指出，如果在决定收购企业的时候正好有充裕资金，那当然是最理想的。但是经验告诉他，情况总是刚好相反。货币供给宽松会促使资产价格上扬。紧缩银根、利率调高则会增加负债的成本，同时压低资产的价格。当低廉的企业收购价格出现的同时，借款的成本（较高的利率费用）很可能抵消此机会的吸引力。正因为如此，巴菲特认为公司应该将它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的资产与负债分开分别管理。

这种先把钱借来，以求将来可以用在绝佳的商业机会上的经营哲学，多半会导致短期盈余的损失。然而，巴菲特只在有充分理由相信，收购企业之后的盈余可以超过偿还贷款所需花费的利息费用时，才会采取行动。此外，因为吸引人的商业机会实在不多，巴菲特希望伯克希尔随时都有万全的准备。他打比方说："如果你想要打中罕见而且移动快速的大象，那么你应该随时带把枪。"

不同的公司依据自己的现金流量，而有承担不同程度的举债能力。巴菲特所说的是，好的企业应该能够不靠举债，就可以赚取不错的股东权益回报率。我们对于那些必须借相当程度的负债才能达成良好股东权益回报率的公司，应该持怀疑的态度。

需要指出的是，成长中的企业有机会把盈余的大部分以高回报率再投资，这样的企业最能创造商誉。巴菲特的大部分投资，都具备这一基本财务特点。美国运通的股东权益回报率是23%，吉列超过35%，可口可乐更高达55%。这些公司的回报率仍在持续上升。

总的来说，股东权益回报率的重要性在于它可以让我们预估企业把盈余再投资的成效。长期股东权益回报率20%的企业，不但可以提供高于一般股票或债券一倍的收益，也可以经由再投资，让我们有机会得到源源不绝的20%报酬。最理想的企业能以这样的增值速度，长期把所有盈余都再投资，使我们原本的投资以20%的复利增值。

（2）股东盈余。

巴菲特指出，投资人应该了解，会计上的每股盈余只是评估企业经济价值的起点，绝不是终点。他说："首先要知道的是，不是所有的盈余都代表相同的意义。"并进一步指出，那些必须依赖高资产以实现获利的企业，倾向于虚报公司盈余。因为资产高的企业必须向通货膨胀付出代价，这些企业的盈余通常只是海市蜃楼般地虚幻。因此，会计盈余只在分析师用它来估计现金流量时才有用。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特警告说，即使是现金流量也不是度量价值的完美工具；相反，它常常会误导投资人。现金流量是一种适合于用来衡量初期需大量投资资金，随后只有小幅支出的企业，像房地产、油田以及有线电视公司等。相反，制造业需要不断地资金支出，若使用现金流量就无法得到准确的评估结果。

一般而言，现金流量的习惯定义是：税后的净所得加上折旧费用、耗损费用、分期摊还的费用和其他的非现金支出项目。根据巴菲特的解释，此定义的问题出在它遗漏了一个重要的经济因素——资本支出。公司必须将多少的年度盈余花费在购置新的设备、工厂更新及其他为维持公司经济地位，和单位产品价格所需的改善费用上。根据巴菲特的说法，大约有95%的美国企业所需的资本开销，大约等于该公司的折旧率。他说，你可以将资本支出延迟一年左右，但是若长期下来仍然没有做出必要的支出，交易必然会减少。这项资本支出与公司在劳工与设备上的支出一样，都是企业营运所需的费用。

在强力收购的20世纪80年代，现金流量因为可以为高得离谱的收购价格做掩护，所以受重视的程度也达到了极限。巴菲特认为现金流量“常被企业中介的掮客和证券市场的营业员用来掩饰经营上的事实，以促成一些原本不可能成立的交易。当盈余无法偿还垃圾债券的债务，或为不合理的股价提出辩解的时候，设法将买主的注意力转移到现金流量还真是一个好方法。”但是巴菲特警告说：“除非你愿意抽出那些必要的资本支出，不然把注意力全部放在现金流量上绝对是死路一条。”

巴菲特比较喜欢采用的是他所谓的“股东盈余”——公司的净所得加上折旧、耗损、分期偿还的费用，减去资本支出以及其他额外所需的营运资本来代替现金流量。巴菲特承认，股东盈余并没有提供许多分析师所要求的精确计算结果。如果要计算未来的资本支出，最常使用的是粗估法。尽管如此，他用凯恩斯的话说：“我宁愿对得迷迷糊糊，也不要错得清清楚楚。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）运营成本。

其实，巴菲特也很清楚，如果管理当局无法将销售额转换成利润，任何再好的投资也是枉然，在他的经验里，需要靠高成本营运企业的经营管理者常会不断增加经常性支出，相反，只需低成本营运企业的经营管理者则会设法节省支出。

巴菲特很讨厌那些不断增加支出的经营管理者。他们必须提出改善计划以反映成本到销售上。每当公司宣布要大肆进行削减开支的计划时，他就知道这家公司并不了解支出对于股东们的意义。巴菲特说："真正优秀的经营管理者不会是早上醒来才说：'好，今天我要削减支出。'就像他不会是早上醒来才决定呼吸一样。"

巴菲特特别欣赏威尔斯法哥银行的卡尔·雷查德和保罗·海山以及美国国家广播公司的汤姆·墨菲和丹·柏克，因为他们毫不留情地删减非必要支出。他说，这些管理者"极度憎恨过多的冗员"，对管理体系"即使是在利润创纪录的情况下，也会和承受压力的时候一样拼命地删减支出。"巴菲特在处理成本费用与非必要支出的时候，态度也极为强硬。他对于伯克希尔的毛利率非常敏感。他了解任何企业经营所需的适当员工人数，同时也明了既然有销售，就该有相对的支出。

伯克希尔是一个独特的公司。它的全体员工，可能还凑不成一支垒球队。伯克希尔没有法律部门，也没有公开或投资人关系部门。没有任何企管硕士专业人才组成策略计划部门，负责策划合并和收购等事宜。伯克希尔不雇用安全警卫、轿车司机或是秘书。伯克希尔的税后经常性支出还不到营业盈余的1%。巴菲特说，拿伯克希尔和其他营业盈余相当，但经常性支出高达10%的公司做比较发现：股东们光是因为这个经常性支出，就损失了9%的股份实质价值。

（4）保留盈余转化率。

巴菲特的目标是：选择能将每一美元的保留盈余，转化成至少有一美元市场价值的公司。如果该公司的经营者，长久以来一直将他们公司的资



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金做最佳的投资，那么经由这种测验方式，将能很快突显出其优异的回报率。如果把所有的保留盈余都投资在这样的公司，并且得到高于平均水准的报酬，那么公司股票的市场价值，将成正比大幅上涨。

除了企业在经济价值上的吸引力之外，还包括了企业的管理经营能力如何完成“创造股东持股的价值”这样一个大目标。如果巴菲特选择公司的标准是长期发展远景看好，且公司由一群有能力和以股东利益为第一优先的管理者所经营，它们将随着日后公司市场价值的增加而获得证明。

我们知道，长期而言，股票市场会很理所当然地遵循企业的实质价值，虽然在任何一个年度里，除了其实质价值之外，市场价格可能因各种理由剧烈起伏。同样，巴菲特解释说，对于保留盈余也应该采用这样的观点。如果经过一段时间，公司不能将保留盈余做有效的运用，那么该公司的股票在股市就无法有令人满意的表现。相反，如果公司因资产增加而产生的回报能够超越平均水准时，这项成功将会反映在日益增加的股票价值上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 选择自己熟悉的行业领域

正是因为巴菲特追求稳定，所以巴菲特提出了著名的能力圈原则（核心思想可以概括为：不熟不买，不懂不做）；正是因为他追求稳定，多年来他对科技企业避之唯恐不及并成功地避开了1999年网络股泡沫等一系列投资陷阱。

巴菲特这样总结自己有选择的寻找某种行业领域的企业的经验："我们的重点在于试图寻找到那些在通常情况下未来10年、或者15年、或者20年后的企业经营情况是可以预测的企业。"

他进一步指出："研究我们过去对子公司和普通股的投资时，你会看到我们偏爱那些不太可能发生重大变化的公司和产业。我们这样选择的原因很简单：在进行两者（子公司和普通股）中的任何一种投资时，我们寻找那些我们相信在从现在开始的10年或20年的时间里实际上肯定拥有巨大竞争力的企业。至于那些迅速转变的产业环境，它可能会提供巨大的成功机会，但是，它排除了我们寻找的确定性。"

巴菲特认为对于投资来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这个产业将会增长多少，而是要确定任何一家选定的企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。经验表明，经营盈利能力最好的企业，经常是那些现在的经营方式与5年前甚至10年前几乎完全相同的企业。企业当然应该抓住机会进一步改善服务、产品线、生产技术



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等等，但是，一家公司如果经常发生重大变化，就可能会因此经常遭受重大失误。“推而广之，在一块总是动荡不安的经济土地之上，是不太可能建造一座固若金汤的城堡似的经济特许权（franchise）的，而这样的经济特许权正是企业持续取得超额利润的关键所在。”

1990～2000年间，《财富》杂志世界500强企业中只有25家能够达到业绩优异的双重标准：连续10年平均股东权益回报率达到20%，且没有一年低于15%。这些超级明星企业同时也是股票市场上的超级明星，在所有的25家中有24家的表现超越标准普尔500指数。巴菲特说：“这些《财富》冠军榜企业的两个特点可能会使你大吃一惊：第一，其中大企业只使用相对于其利息支付能力来说很小的财务杠杆。真正的好企业常常并不需要借款，第二，除了一家企业是高科技企业和其他几家是制药企业之外，绝大多数企业的业务一般都非常平凡。它们大都出售的还是与10年前基本完全相同的、并不特别引人注目的产品（不过现在销售额更大，或者价格更高，或者二者兼而有之），这25家明星企业的经营记录再次证实：继续增强那些已经相当强大的经营特许权，或者专注于一个遥遥领先的核心业务，往往是形成非常出众的竞争优势的根本所在。”

巴菲特把企业竞争优势的持续性称为“未来注定必然如此”。像可口可乐公司和吉列公司这样的公司很可能会被贴上“注定必然如此”的标签。预测者对这些公司在未来的10年或20年里到底会生产多少软饮料和剃须刀的预测可能会略有差别，我们讨论“注定必然如此”并不意味着就不用再考察这些公司必须在生产、销售、包装和产品创新等领域内继续进行的努力工作。但是，在诚实地评估这些公司后，最终从来没有哪位明智的观察家，甚至是这些公司最强有力的竞争者，会怀疑在投资期限内可口可乐公司和吉列公司会继续在其遍布世界的领域中占据主导地位的能力。实际上，他们的主导地位很可能会更加强大。在过去的10年中，两家公司都已经明显地扩大了他们本来就非常巨大的市场份额，而且所有的迹象都表明在下一个10年中他们还会再创佳绩。

然而竞争优势能长期持续的企业少之又少，巴菲特说：“领导能力本身提供不了什么必然的结果：看看通用汽车、IBM和西尔斯百货所经历的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

震荡，所有这些公司都享受过很长一段表面上看起来所向无敌的时期。尽管有一些行业或者一系列公司的领导者具有无与伦比的优势，因此自然而然成为行业中的翘楚，但大多数公司不能做到这一点。确定一家注定必然如此的公司时，都会碰到十几家冒牌货，这些公司尽管高高在上，却在竞争性攻击下会脆弱得不堪一击。”考虑到选择一家注定必然如此的公司有多么困难，在巴菲特投资组合中，除了注定必然如此的公司外，“我们还增加了几家‘可能性高的公司’。”

巴菲特说：“我喜欢的是那种根本不需要怎么管理就能挣很多钱的行业，它们才是我想投资的那种行业。”巴菲特对必须时时聪明地激烈竞争却盈利较低的零售业与只需聪明一时的市场垄断却盈利很高的电视行业进行了对比：“零售业是竞争激烈的行业。在我个人的投资生涯中，我看过许多零售商曾经一度拥有令人吃惊的增长率和超乎寻常的股东权益回报率，但是到后来突然间业绩急速下滑，经常不得不宣告破产。相对于制造业或服务业，这种刹那间的流星现象在零售业屡见不鲜。在一定程度上，原因是这些零售商必须时时保持比同行更加聪明。但不管你如何聪明，你的竞争对手随时准备复制你的做法，然后超越你。同时一群新加入的零售商又在用各种各样的手段引诱着你的客户。一旦零售业业绩下滑，就必定走向失败。相对于这种必须时时聪明的产业，还有一种我称之为只需聪明一时的产业，举个例子来说，如果你在很早以前就聪明地买下一家地方电视台，你甚至可以把它交给懒惰又差劲的侄子来经营管理，而这项事业却仍然可以好好地经营上几十年，当然若是你懂得将电视台交给汤姆·墨菲（资本城公司主席）来管理，你本人则退居幕后毫不干涉，你所获得的回报会非常高。但是对零售业来说，如果用人不当的话，就等于买了一张准备倒闭关门的门票。”

正是因为巴菲特追求稳定，所以巴菲特提出了著名的能力圈原则（核心思想可以概括为：不熟不买，不懂不做）；正是因为他追求稳定，多年来他对科技企业避之唯恐不及并成功地避开了 1999 年网络股泡沫等一系列投资陷阱。直到有一天他发现有些科技企业也值得他投资。

巴菲特曾说他对分析科技公司并不在行。1998 年股市正处于对高科技



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尤其是网络公司股票的狂热中，在伯克希尔公司股东大会上，他被问及是否考虑过在未来的某个时候投资于科技公司。他回答说："这也许很不幸，但答案是不。我很崇拜安迪·格鲁夫和比尔·盖茨，我也希望能通过投资于他们将这种崇拜转化为行动。但当涉及微软和英特尔股票，我不知道10年后世界会是什么样子。我不想玩这种别人拥有优势的游戏。我可以用所有的时间思考下一年的科技发展，但不会成为分析这类企业的专家，第一百位、第一千位、第一万位专家都轮不上我。许多人都会分析科技公司，但我不行。"

巴菲特的这种观点得到查理·芒格的响应。他说："我们没有涉及高科技企业，是因为我们缺乏涉及这个领域的能力。传统行业股票的优势在于我们很了解他们，而其他股票我们不了解，所以，我们宁愿与那些我们了解的公司打交道。我们为什么要在那些我们没有优势而只有劣势的领域进行竞争游戏，而不在我们有明显优势的领域施展本领呢？"

巴菲特说："我们的原理如果应用到科技股票上，也会有效，但我们不知道该如何去做。如果我们损失了你的钱，我们会在下一年挣回来，并向你解释我们如何做到了这一点。我确信比尔·盖茨也在应用同样的原理。他理解科技的方式与我理解可口可乐公司与吉列公司的方式一样。我相信他也寻找一个安全边际。我相信，他获得安全边际的方式就像他拥有整个企业而不仅是一些股票。所以，我们的原理对于任何高科技企业都是有效的，只不过我们本身不是能够把原理应用到这些高科技企业的人而已。如果我们在自己画的能力圈里找不到能够做的事，我们将会选择等待，而不是扩大我们的能力圈。"

巴菲特避开科技企业还有一个原因是，很难预测这些变化很快的高技术领域或新兴行业的未来发展。

"当然有许多产业，连查理或是我可能都无法确定到底这些公司的业务是'宠物石头'还是'芭比娃娃'。甚至即使我们花了许多年时间努力研究这些产业之后，我们还是无法解决这个问题。有时是由于我们本身智力和学识上的缺陷，阻碍了我们对事情的了解，有时则是产业的特性本身就是很大的障碍。例如，对于一家随时都必须应对快速技术变迁的公司来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，根本就无法判断其长期经济前景。在30年前，我们能预见到现在电视机制造产业或电脑产业的变化吗？当然不能，就算是大部分热衷于进入这些产业的投资人和企业经理人也不能。那么为什么查理和我非得认为我们能够预测其他快速变迁产业的发展前景呢？我们宁愿专注于那些容易预测的产业。在快速变化的产业中预测一个企业的长期经济前景远远超出了我们的能力圈边界。如果其他人声称拥有高科技产业中的公司经济前景预测技巧，我们既不会嫉妒也不会模仿他们。相反，我们只是固守于我们所能理解的行业。如果我们偏离这些行业，我们一定是不小心走神了，而决不会是因为我们急躁不安而用幻想代替了理智。幸运的是，几乎可以百分之百地确定，伯克希尔公司总有机会在我们已经画出的能力圈内做得很好。”

巴菲特说：“我可以理性地预期投资可口可乐公司的现金流量。但是谁能够准确预期十大网络公司未来25年里的现金流量呢？如果你说你不能准确预期，你就不可能知道这些网络公司的价值，那么你就是在瞎猜而不是在投资。对于网络企业，我知道自己不太了解，一旦我们不能了解，我们就不会随便投资。显然，许多在高技术领域或新兴行业的公司，按百分比计算的成长性会比注定必然如此的公司要发展得快得多。但是，我宁愿得到一个可以确定会实现的好结果，也不愿意追求一个只是有可能会实现的伟大结果。”

1999年，巴菲特终于决定向第一数据公司投资。巴菲特投资第一数据公司的原因是什么呢？首先，让我们了解一下第一数据公司。第一数据公司位于亚特兰大，提供信用卡发卡者支付处理服务，同时是电子商务在线交易系统的主要提供者。该公司现在正努力把信用卡支付技术推广到在线交易，一直和雅虎、戴尔等著名高科技公司都有来往。目前已经有很大的销售额和利润，去年净收入为4.6亿美元，这在目前大部分亏本运作的互联网公司中是很少见的。

由此看出，巴菲特投资第一数据公司并非单纯因为它是属于网络股，更重要原因是因为第一数据公司已具备了能长期维持竞争优势和盈利的能力，符合巴菲特的传统投资理念。从更深层次看，巴菲特涉足网络股，还意味着巴菲特已经认同新经济时代的来临，并认同新经济时代所产生的新



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兴行业开始步入收获期，已经值得投资。

看看近年来美国网络股的表现，不能不说巴菲特介入网络股有着历史意义。拿美国在线来说，美国在线在20世纪90年代末期就提前跨入盈利时期。1999年，美国在线销售额为52.5亿美元，净利润达5.3亿美元。因订户增多和广告收入大幅增加，美国在线预期2000年第二季度盈利2.2亿美元，同比增长160%。而另一家著名的网络股——雅虎也摆脱亏损局面，目前市盈率还很高，但随着利润的增长，市盈率正在迅速下降。网络公司不再是充满“虚拟”的美景，已经开始产生高额利润了。

那么巴菲特的“触网”行为是否有悖于他自己一直坚守的投资理念呢？在巴菲特获得成功的投资理念中，投资“过桥收费”概念的卓越企业可以使资产长期获得稳定的收益。在巴菲特具有“过桥收费”概念的卓越企业中有两种形态。

（1）能提供重复性服务的传播事业，也是厂商必须利用的说服大众购买其产品的工具；每年大厂商花在宣传产品上的广告费高达数亿美元。

（2）能提供一般大众与企业持续需要的重复消费的企业。通过分析，我们发现近期巴菲特投资的微软和考克斯两家网络公司与其一直坚守的“过桥收费”概念具有相似的地方。资料显示，巴菲特在过去乐于投资媒体产业，如华盛顿邮报、迪斯尼公司、美国广播公司、时代华纳、世界图书公司，这与目前巴菲特投资的网络公司很接近。巴菲特曾经面对几年前最热卖的软件视窗95，预感到生产视窗95的人可能蛮赚钱，并曾说过盖茨可能是今天商业界最聪明及最有创意的经理人，但因他在当时无法充分评估微软的未来价值，所以没有把微软列入他的信心循环中进行投资。在当今知识经济浪潮的冲击下，巴菲特终于对信息网络这种新的生活方式作了认同，他的“触网”行为不是对他一直坚守的理念的抛弃，而是一种升华和创新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. “消费垄断”公司的威力

试想，就连无法分辨出来的产品，也能够吸引顾客以高两倍的价格购买，这就是“消费垄断”公司的威力。换言之，在市场上，它们并没有“垄断”市场，因为还有很多的竞争者来争生意，但在顾客群脑海里，它们早已是一家“垄断”的公司了。

巴菲特说：“如果我要投资几十亿美元，请来全国最佳管理人，而且又不惜亏钱来争市场的话，我能够吃进它的市场吗？如果答案还是不能的话，这就是一家很优秀的公司，非常值得投资。那些所提供的产品或服务周围具有很宽的护城河的企业能为投资者带来满意的回报。”

因此，企业持续竞争优势的分析和判断是投资中最关键的环节。2000年4月，在伯克希尔公司股东大会上，巴菲特在回答一个关于哈佛商学院的迈克尔·波特的问题时说：“我对波特非常了解，我很明白我们的想法是相似的。他在书中写道，长期的可持续竞争优势是任何企业经营的核心，而这一点与我们所想的完全相同。这正是投资的关键所在。理解这一点的最佳途径是研究分析那些已经取得长期的可持续竞争优势的企业。问问你自己，为什么在吉列公司称霸的剃须刀行业根本没有新的进入者。”

劳伦斯·彭博把具有消费独占形态与商品形态的公司的投资价值做了一番比较之后，认为是消费者的信誉造就了某些企业消费独占的形态，他



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

写道，虽然信用是触摸不到的，但是它和公司紧密结合在一起，因为这样的产品对消费者来说，具有某种特殊的吸引力，因此造成消费者紧紧跟随该公司以及所生产产品的脚步。

彭博认为消费者对企业的信用主要建立在一个企业具有良好的地点、彬彬有礼的员工、快速的服务以及令人满意的产品，同时他也认为，广告也能打动顾客，使其牢牢记住某项特殊产品或品牌，或者，由于拥有某种神秘的制造过程或专利权，这家公司就能够提供一种很特别，或者稍有一点不同的产品（例如可口可乐的神秘制造过程）。

彭博认为拥有以上因素，这家公司就能拥有较大的盈余成长以及股票的良好表现——不论在经济景气或不景气的时候，这种公司的股票都会有优秀的表现。

巴菲特也发展出一种观念上的测试，以决定何种企业属于消费独占的形态。首先他喜欢问这样的问题——如果一个人拥有数十亿美元以及全美最优秀的50位经理人员，他能建立一家公司然后成功地与出现危机的企业竞争吗？如果答案是否定的，那么危机中的这家公司就由某种很大消费独占形态的特性所保护着。

“对一家企业的经济特许权的真正检验方法是：如果有一位杰出的企业管理大师，而且他拥有充足的资金，那么，他作为竞争对手的话，他能够对这家企业的经济特许权带来什么样的损害？如果你给10亿美元，再配备全美国最出色的50位企业经理，我绝对可以建立一家杰出的企业。但是，如果你是让我去打垮《华盛顿邮报》，我会把这10亿美元还给你。尽管我不愿意失去这10亿美元，但由于我根本无法完成你交给的任务，我别无选择，只能把钱还给你。然而如果你给相同数量的资金，让我去削弱奥玛哈银行的盈利或市场份额，我想我完全可以让他们知道我的厉害。也许我不能完全达到你的要求，但我肯定会给他们带来很多麻烦。在以上这些情况下，检验这些企业竞争实力的方法是：自己的竞争对手使用各种手段，甚至是以牺牲自身的盈利为代价的情况下，可能会给企业带来什么样的打击。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可口可乐是世界上最佳的“消费垄断”公司。世界最大的百货公司沃尔玛在美国和英国的消费市场里都实验证明了，消费者在不看品牌的情形下，的确无法认出哪一杯汽水是可口可乐、百事可乐，哪一杯又是沃尔玛自己品牌的Sam’s Choice。因此，几年前沃尔玛百货公司就毅然地推出它们的可乐品牌，放在几千家分店外面，和可口可乐、百事可乐的自动贩卖机排在一起贩卖。Sam’s Choice不但占了最接近入口的优势，而且其售价也只是百事可乐和可口可乐的一半而已。尽管如此，它还是攻不下这两个世界名牌汽水的市场占有率，而只是吃进其他无名品牌汽水的市场而已。

试想，就连无法分辨出来的产品，也能够吸引顾客以高两倍的价格购买，这就是“消费垄断”公司的威力。换言之，在市场上，它们并没有“垄断”市场，因为还有很多的竞争者来争生意，但在顾客群脑海里，它们早已是一家“垄断”的公司了。

假设某人是某城内唯一的水公司的所有人，他就能够赚进大把的钞票。因为大众早在很久以前就有共识，水资源要有所规范，同样的情况也适用于大部分的公共事业，在大型企业当中也有不少规范，避免使所有人获取暴利，你所需要的是一个没有受到规范局限的水公司。问题是当投资大众认出这样的公司之后，它们的销售金额通常都像天文数字一样高，由于投资人所付的价格决定投资所得的收益，事实上，你所得的收益就会减少，所以重要的是去发现一家公司是其他人所尚未发现的，可以说是你要去找一家真面目尚未显露的水公司。

彭博认为具有消费独占形态的公司之所以如此赚钱，是因为它们不需要强力依赖土地、工厂和设备，在商品形态的企业当中，这些固定形态的支出和资产的税务占了生产成本的一大部分。相比之下，具有消费独占形态的公司，其财富主要来自于触摸不到的资产，比如说可口可乐的秘密配方，或是万宝路的品牌名称，由于联邦的课税主要来自于各公司的营运，所以这些公司的所得税因营运而有所改变。至于必须在可触摸的资产上做重大投资的公司所付的税金，像通用汽车，就没有这些弹性，除了在早期投入不少资金扩充之外，具有可触摸的资产以及商品形态的企业，只有大



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量增加生产成本以扩充工厂，才能满足不断增加的需要。

具有消费独占形态的公司，由于它们有大量的现金，经常处于没有负债的状态下，像箭牌口香糖以及UST，在它们的损益表上没有负债，于是他们就有更多的自由能够投入其他赚钱的行为或是购买自己的股票。此外，他们也常生产低科技的产品，并不需要复杂的生产工厂，同时，因为缺少竞争，他们的生产设备能够使用得较久。不需要竞争表示不需要投入资金，以保持经常重新整备的机械和建立新的工厂。通用公司是生产汽车的制造商，这是一种对价格非常敏感的商品形态产品，每年必须花费数十亿美元去重新整备工厂的机械，建立新的生产线，才能推出新款式的汽车，通用汽车公司在设计新款车之前，它只保有几年的竞争力而已。

值得注意的是，在商业的历史上显示，消费独占的各种形态，自从有贸易行为就已存在，从威尼斯人开始，他们就从与远东的独家生意中获得重大利益，德国著名的大炮制造厂商克鲁普（Krupp）所生产的大炮在两次世界大战中，交战双方都在使用——这些企业都从消费者极需品质与服务当中获取高额利润，在这种情况下，消费者愿意付出更多的金钱。

想想奇异公司，也就是托马斯·爱迪生（Thomas Edison）协助建立的公司，他所带来的利润使整个地球为之振奋，奇异公司卖给一个国家如何发电的技术，然后再卖给他运送电力的产品，接着是电力的设备，电灯、电力系统以及电冰箱，直到今日，奇异公司仍是美国最具影响力的公司，它的基础主要是20世纪初期所获得的庞大资金所打下的，当时它是城里唯一的电力公司。

巴菲特认为，企业竞争长期持续的根本原因在于其“消费者独占”，一项消费者独占的形成，来自于具有以下特征的一种产品或服务：

（1）它是顾客需要或者希望得到的。

（2）被顾客认定为找不到很类似的替代品。

（3）不受价格上的管制。

以上三个特点的存在，将体现为一个公司能够对所提供的产品与服务进行主动提价从而赚取更高的资本回报率的能力。不仅如此，消费者独占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还能够容忍不当的管理，无能的经理人虽然会降低企业的获利能力，但是并不会对它造成致命的伤害。相对的，一般企业想要获取超额利润就只能通过成为低成本运营商，或是所提供的产品或服务供不应求。但是，这种供给不足的情况通常持续不了多久。但是通过卓越的管理，一家公司可以长期维持低成本运营。即使如此，还会面临竞争对手攻击的可能性。与消费者独占企业不同，一般企业会因为管理不善而倒闭。他也运用类似的问题试着决定某家公司是否具有独占性。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. 重视投资企业的管理层品质

在考虑收购企业的时候，巴菲特非常重视管理阶层的品质。他说，凡是伯克希尔所收购的公司，都必须有值得他赞赏和信赖的管理人员。

巴菲特对管理人员的最高赞美是，永远以身为公司负责人的态度作为行事与思考的准则。巴菲特对于那些能看重自己的责任，完整而翔实地向股东公开所有营运状况以及有勇气去抵抗所谓“盲从法人机构”，而不盲目追随同行行为的管理人员，持极为敬佩的态度。

巴菲特说：“管理人员把自己看成是公司负责人，就不会忘了公司最主要的目标——增加股东持股的价值。同时，他们也会为了进一步达到这个目标，做出理性的决定。”明确地说，他考虑的主要因素有：

（1）管理层是否理智。

分配公司的资本是最重要的经营行为。因为资本的分配最终将决定股东股权的价值。根据巴菲特的观点，决定如何处理公司的盈余，转投资或者是分股利给股东是一个牵涉逻辑与理性思考的课题。巴菲特认为理性是他经营伯克希尔公司与众不同的一个特质，而这个特质通常是其他企业经营者所欠缺的。

如何运用盈余与公司目前所处的生命周期息息相关。随着公司的成长，它的成长率、销售、盈余以及现金流量都会产生大幅度的变化。在发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展阶段，开发产品和建立市场得花去很多钱。接下来是快速成长的阶段，公司开始获利，但快速的成长可能使得公司无法负担；因此公司通常不只保留所有的盈余，也以借钱和发行股票的方式来筹措成长所需的资金。第三个阶段是成熟期。公司的成长率减缓，并开始产生发展和营运所需的现金盈余。最后一个阶段衰退期，公司面临销售和盈余的萎缩，但仍继续产生过剩的现金。

在第三和第四个阶段中，特别是在第三个阶段，公司最常面临到的问题是“应该如何处理这些盈余?”如果将过剩的现金用在内部转投资上，而能获得平均水准以上的股东权益回报率——高于资本成本，那么就应该保留所有的盈余做转投资，这只是基本的逻辑罢了。如果用作转投资的保留盈余比资本的平均成本还低，这么做就完全不合理了。这也是一般的普通常识。

只有其投资报酬在平均水准甚至是平均水准以下，但却一再产生过多现金的公司，可以有下面三种选择：

①它可以忽视这个问题，以低于平均的回报率继续做转投资；

②它可以购买成长中的企业；

③把盈余发放给股东。这就是巴菲特判断管理阶层优劣的关键。不良的经营体系因缺乏理性思考，而会在这里犯错。

一般而言，管理阶层会在认为回报率过低只是暂时的情况下，选择继续做转投资。他们相信以自己的本领，一定可以帮助公司赚钱。股东们被管理人员预测公司情况一定会改善所迷惑。如果公司一直忽略这个问题，现金将逐渐被闲置，股价也会下跌。一个经济回报率低、现金过剩、股价偏低的公司将会引来入侵者，而这通常就是丧失经营权的开始。为了保障自身的利益，主管人员一般会采用第二个选择：收购其他成长中的企业，促使公司成长。宣布收购计划可以激励股东，同时也能吓阻入侵者。然而，巴菲特对于那些需要靠收购换得成长的公司持怀疑态度。原因之一是，成长需要付出极高的代价；原因之二是，整合并管理新的企业容易犯错，而这些错误对股东来讲就是付出昂贵的代价。

巴菲特认为，对于那些过剩现金不断增加，却无法创造平均水准以上



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的转投资回报率的公司而言，唯一合理而且负责任的作法是将盈余返回给股东。因此，有两个方法可以使用，即提高股利或买回股票。

巴菲特相信，只有当投资人拿着现金所作的投资，比公司保留盈余转投资的回报率来得高的时候，这才是一件好事。多年来，伯克希尔已经从其资本上获得很高的回报率，而且一直保留所有的盈余。在回报率这么高的情况下，如果把股利分给股东反而使他们的利益受到损害，毫不意外地，伯克希尔完全不支付股利。而且股东对此也都没有意见。巴菲特 1985 年向股东提出了三个股利选择：

①继续将盈余转投资，不发放现金股利；

②发放营业盈余 5% 到 15% 的现金股利；

③以一般美国产业的股利发放标准，发放盈余 40% ~ 50% 的现金股利。

在所有回应者之中，有 88% 的大多数人倾向保持原来的政策。这项对于股东信心的最终测试，促使公司将 100% 的盈余用于转投资。伯克希尔的股东对巴菲特深有信心。

有时候，股利的真正价值会被误解。同样地，回归盈余给股东的第二种方法——购回股票也会被人误解。事实上，从各方面来看，采取这种作法对股东的利益较不直接，也不具体，且需要较长的时间才能看出成效。

巴菲特认为，以购回股票的方式处理盈余，报酬会是双倍的。如果当时的股票价格低于它的实质价值，那么购买股票是很正确的作法。假设某公司的股价是 50 元，而它的实质价值应该是 100 元。那么每花一元钱购买股票，所获得的实质价值就有两元钱。这种交易的本质对于选择继续持股的股东而言，是极为有利的。

除此之外，根据巴菲特的说法，如果企业主管积极地投入股市买回自己公司的股票，就表示他们以股东的利益为第一优先，而不是只想草率扩展公司的架构。这样的立场带给市场利多的信息，并吸引另外一批投资人，他们寻找能够增加股东财富的绩优公司作为投资目标。通常，股东会有两次的获利机会，一次是在初次买入股票时，一次是在股市投资人对这只股感兴趣时。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）管理层对他的股民是否坦诚。

巴菲特极为看重那些完整且翔实报告公司营运状况的管理人员。尤其尊敬那些不会凭借一般公认的会计原则，隐瞒公司营运状况的管理者。他们把成功分享给他人，同时也勇于承认错误，并且永远向股东保持坦诚的态度。

财务会计标准只要求以产业类别分类的方式公布商业信息。有一些管理者利用这些最低标准，把公司所有的商业活动都归类为同一个产业类别，借此混淆投资人的视听，使得他们无法掌握有关自身利益的个别商业动态。

伯克希尔的年度报告不但符合一般公认会计原则的标准，还提供了许多额外的信息。巴菲特详列了伯克希尔所有的企业的个别盈余以及其他认为可以帮助股东分析公司营运状况的相关资料。巴菲特敬重那些采用同样坦白作风向股东公布资料的企业主管。

他同时也赞许那些勇于公开讨论失败的企业主管。根据巴菲特的说法，大多数年度报告都是虚假的。每个公司多多少少都会犯下一些大小不等的错误。他相信，大多数管理者所提出的报告都过于乐观，而不据实以报。这或许可以照顾到他们自己短期的利益，但是长久下去，每个人都会受害。

在他对伯克希尔股东所作的年度报告中，巴菲特对于伯克希尔的经济现况和管理成果，不论好坏，都保持公开的态度。过去他曾经承认伯克希尔在纺织业和保险业上面临了困难，也承认自己在管理这些企业时所犯的错误。在伯克希尔哈萨威 1989 年的年度报告里，他开始以一个名为“头二十五年的错误（精简版）”的正式行动，列出他曾犯下的错误。两年之后，这个行动改名为“每日错误（MistakeDuJour）”。在这里，巴菲特不只承认错误，也列出因为他未能适时采取行动所丧失的机会。有人批评巴菲特之所以能轻轻松松地公开承认错误，是因为他拥有伯克希尔企业 42% 的股权，根本不必担心饭碗不保。这的确是事实。但除了这些批评之外，营运报告上的改进也是有目共睹的。巴菲特相信，开诚布公至少能带给管理者与股东相同的好处。他说：“误导他人的主管，最后也将误导自己。”巴



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲特感谢查理帮助他了解到检讨错误的价值，而不是只专注在成功的作为上。

（3）管理层能否拒绝机构跟风做法。

如果管理层坚持面对错误可以增长智慧及受信赖度，为什么总是有这么多的年度报告只宣扬成功的业绩呢？如果资本支出的配置只是如此简单而合乎逻辑的事，怎么会有那么多资金运用不当的事情发生呢？巴菲特认为就好像旅鼠盲目的行动一样，企业的管理者会自然而然地模仿其他管理人员的行为，不管那些行为是多么愚蠢，多么违反理性。巴菲特承认，这是他企业生涯里最让他惊讶的发现。在学校里他一直以为，企业界那些经验丰富的管理者都是诚实而聪明的，而且懂得做出理性的营业决策。等到真正踏进了企业界，他才知道，“一旦盲从法人机构开始发酵，理性通常会大打折扣。”

根据巴菲特的说法，盲从企业的行为会出现三种情况：第一，一个机构拒绝改变它目前的运作方向；第二，如同工作量扩大，占满所有可利用的时间一样，所有的计划与并购行为，也将消耗全部的可用资金；第三，领导者任何企业上的行动计划，不管有多愚蠢，都会迅速获得属下的支持，他们提出详细的回报率及策略研究作为回应；第四，同级公司的作为，不管它们是正在扩张、收购、制定主管人员的薪资或者做其他的事，都会毫不犹豫地被仿效。

国家偿金公司的负责人杰克·林区，帮助巴菲特发现这种盲从行为的毁灭力量。当大多数保险公司在收益不足，或甚至赔钱的情况下承保的时候，林区拒绝遵循这样的市场趋势，他不接受这种保险。同样地，在储贷业界通行的策略偏离正轨的时候，芒格与巴菲特当机立断改变储贷公司的投资方向。

在其他“旅鼠型”公司明显地自取灭亡，却仍然能够每季出现盈余的时候，大多数管理层不愿意冒险会使自己看起来愚蠢，且让公司承受难堪的损失。改变方向是很困难的。跟随其他公司一起踏着相同错误的步伐，直到面临失败，大家才一起改变公司的方针比较容易。巴菲特和孟杰的确不必担心会丢掉饭碗，这使得他们可以不受约束地去做些不寻常的决定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但就算是拥有良好的沟通技巧，也必须能够说服股东接受短期的盈余损失，以换得将来好的成果。巴菲特认为，这些盲从的企业通常与股东并没有太大的关系，而是因为管理层本身不愿意接受公司基本方针的改变。即使管理层接受公司若不改变就得面对倒闭的可能，对其中的大多数人来说，实施改革计划还是很困难。大部分人情愿屈服在选择收购新公司的诱惑下，也不愿面对眼前财务上的问题。

这些企业的管理层为什么会这样做？巴菲特指出三个他觉得对管理层行为影响最深的因素：

①大多数的管理者不能控制他们行事的欲望。这种渴望极度活跃的行为，通常在购并接管其他企业时找到宣泄。

②大多数的管理者常常会和同业及其他产业的公司比较彼此之间的销售、盈余和高级主管人员的薪酬。巴菲特提到，这样的比较引发了公司管理者的极度活跃行为。

③巴菲特相信大多数管理者对自己的管理能力过分自信。

另外一个常见的问题是拙劣的资金分配。巴菲特指出，公司的行政总裁通常因为是在行政、工程、行销或生产等方面有杰出的表现而升到目前的职位。因为他们在资金运用上缺乏经验，大多数人转而向他们的幕僚、顾问或投资银行寻求意见。就在这里，盲从法人机构的行为开始介入决策过程。巴菲特指出，如果行政总裁想要从事一项投资回报率必须达到15%，才能算是投资成功的收购行为，则令人惊讶的是，他的幕僚可以完全面不改色地提供他一份回报率刚好是15.1%的评估报告。

最后一个理由是不经过大脑的模仿行为。如A、B、C三家公司的营运模式相同，那么D公司的行政总裁也会认为，我们公司采取相同的模式也一定可行。

在向一群圣母大学学生演说时，巴菲特展示了一份列有37家投资失败的银行机构名册。他解释说，尽管纽约股票市场的交易量成长了15倍，这些机构还是失败了。这些机构的主管都拥有非常高的智商，而且努力工作，对于成功更是有强烈的欲望。巴菲特停顿了一下，以他的双眼巡视整个房间，然后严肃地表示：“你们想想看，他们为什么会得到这样的结果



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？我将告诉你们为什么，因为同业之间不经大脑的仿效行为。”

巴菲特曾与美国企业集团里一些最精明的经营管理者一起工作，包括美国国家广播公司的汤姆·墨菲（Tom Murphy）和丹·伯克（Dan Burke），可口可乐公司的罗伯特·葛苏达（RobertGoizueta）和唐纳德·奇奥（Donald Keoush），以及威尔斯法哥银行的卡尔·理查德（Carl Richard）。然而事实是，即使是最精明、最有能力的管理者也无法挽救企业的困境。巴菲特说：“如果让这批人在一个漏洞百出的公司工作，他们也起不了什么作用。”巴菲特所说的是，不管公司的经营管理多么的令人印象深刻，他绝对不会考虑投资这样的公司。他写道：“以一个名声卓著的经营管理体系去拯救一个经营状况欠佳的企业，结果必然是徒劳无功。”

在大多数情况下，评定管理者的能力，是一种排除量化指标的主观判断行为。但是，还是有一些量化的数据可以应用。这里指的是那些用以评估经营绩效的标准：股东权益回报率、现金流量以及营业毛利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10. 寻找卓越企业的三条“标尺”

只要仔细观察每天生活的点点滴滴，我们会发现许多优秀企业。汽车技师了解汽车业，医师了解医学业，药剂师了解制药业，而在便利商店柜台后的服务人员，能不假思索地告诉我们哪种饮料、啤酒、香烟或糖销路最好，而他可能一辈子也没读过一份分析报告。

股神巴菲特对优势企业的选择，一直遵循着他自己所说的这句话：“如果你不了解他们生产什么产品，你最好不要投资。”每当他面临选择，他都要用三条“标尺”来衡量企业，看其是否与之相符而进行选择。

（1）避免商品型的企业。

巴菲特避开商品型企业的道理很简单。商品型企业的消费者很少有消费人情，很难对其商品日久生情甚至情有独钟。反之，他们完全以价格和品质作为采购标准。

巴菲特认为这些商品型的企业一不小心就会被取代。更糟的是，商品型企业的命运并不完全是自己主宰的。劳工成本就是一个例子。所以我们看到了各种工厂从发达国家移到发展中国家和地区，接着转到落后国家和地区的现象。

当巴菲特谈到商品型的企业时，他说：一个企业所生产的商品，价格是消费者最主要购买的因素之一。在我们的日常生活中，最简单而明显的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生产企业是纺织企业、食品原料供应（如玉米和稻米）。这些公司所生产的商品在市场上面临强劲的竞争，价格是影响消费者选购的唯一因素。

让我们面对这个事实，你所购买的玉米来自于何处并不重要，只要它是玉米，而且口味像玉米就可以了。因此玉米市场竞争激烈，利润微薄。

在商品型的企业中，低成本的公司将取得领先地位，这是因为低成本的公司在定价方面有较大的自由。成本愈低，利润就愈高，虽然这是个简单的概念，但是却有非常复杂的意义，因为要降低成本就表示公司在生产制造方面必须不断求进步，以保持领先的地位。

过程通常是这样：A 公司在生产制造的过程当中，做了某些改进以降低成本并增加收益，于是 A 公司降低市场上的销售价格，增加边际效益，企图从 B、C、D 公司手中瓜分更多的市场。于是 B、C、D 公司开始将市场拱手让给 A 公司，因此他们只好和 A 公司一样不断改进生产过程，B、C、D 公司于是开始降低价格，以与 A 公司竞争，因此就削减了 A 公司因为改善生产过程而得到的利润，循环就此开始。

有时候市场对某种服务和产品的需求大于供给，这些产品的价格便会迅速上升。此时，所有的厂商都能够得到实值的收益，但是需求增加通常也会导致供应增加，一旦需求疲软，过度供应也会造成价格和利润的再度下跌。此外，生产型的企业也会完全依赖管理层的品质与智慧去创造利润，如果管理层缺乏眼光，或是浪费公司宝贵的资产，误用公司的资源，就会丧失优势，而在强劲的竞争下，终于导致破产。

从投资的角度看，商品型企业的未来成长空间非常小，由于价格的竞争，这些公司的利润一直很低，所以公司较缺乏经费扩充企业，或是投资更新、更有赚钱能力的企业；就算他们设法开始赚钱，资金通常用来更新工厂的设备，以保持竞争的能力。

商品型企业，有时为创造市场间隔，运用广告轰炸消费者，让消费者以为他们的产品胜过竞争对手，在某些例子当中，一些企业为保持领先优势，就必须做相当幅度的修正，然而问题是不论商品型的企业做多少修正，如果消费者选购的唯一标准就是价格，那只有低成本的公司会取得领先的地位，而其他公司只能不断挣扎求生。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特喜欢将柏林顿纺织厂作为不良投资的例子。1964 年，柏林顿的营业额是 12 亿美元，股票大约 30 美元一股，1964～1985 年，公司的资本支出大约 30 亿美元，为的是要提升公司的效率购更多的钱，资本的大部分支出都用来改善成本、扩充设备。1985 年，公司的营业额是 28 亿美元，由于通货膨胀而丧失不少销售机会，收益也比 1964 年大幅减少，1985 年，股票每股 34 美元，只比 1964 年高一些，公司 21 年的营运，花了投资人 30 亿美元，却只让股东的收益获得些微小的增加。

柏林顿的管理层是纺织业界最能干的一群人，但是问题是这个行业本身由于过度的竞争，使得其在经济层面表现不佳，而造成整个纺织业实质上的生产力过剩，表现在价格上的强烈竞争，造成较低的利润，这代表表现不佳的股票以及失望的股东。巴菲特喜欢说，当杰出的管理层碰上了不良的企业，通常是不良的企业依然保持原状。

商品型的企业多销售其他企业也在销售的产品，它们有以下六方面的特点。

①低利润：低利润是价格竞争的产物———家公司降低产品价格，以便与另外一家公司竞争。

②缺乏对品牌的忠诚度：如果你所买的产品其品牌意义不大，你买的产品便是商品型的产品。

③有大量的生产者：走进任何一家汽车用品店，你会发现有七八种不同品牌的油品，但价格一样。

④实质生产力过剩：任何时候业界发生实质生产力过剩的现象，就没有人能从需求增加当中真正获利。一直到生产力过剩的现象消失，价格才会开始回升。这时候，管理层又开始想要成长，因为口袋中有股东所托付的资本，管理阶层最后会为这些异象采取行动，他们会扩充产能，于是造成生产力过剩。问题是其他企业也有同样的想法，于是所有的人都开始扩充产能，生产力过剩的恶性循环又开始了。生产力过剩意味着价格上的战争，而价格战争意味着利润的降低。

⑤利润变化不定：真正能够让你辨识这些企业的方法是利润变动剧烈，研究公司过去 7～10 年间每股盈余变动的情形，你会发现它上下振荡，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是这类企业中常有的现象。

⑥收益几乎完全仰赖管理层有效运用公司的资产：公司的收益主要依赖公司运用资产的能力，譬如说工厂和设备，而不是依赖无形的专利、著作权以及商标。

巴菲特警告说，如果价格是选购商品唯一考量的因素，那么这家公司很可能提供给你的只是一般的利润。

（2）选择低成本公司。

近年来，巴菲特对销售业低成本的公司产生了兴趣。其实这并不奇怪。巴菲特已购入多家以奇低成本著称的公司，如报社、珠宝店、家具店等，因此，应该从中了解到它们在日后更趋开放的国际经济里，能有更大的发展潜能。

毕竟，你购入行业的领导公司，并不表示你能够确保永远领先。但如果你购入的是行业里最低成本的公司，它抢占市场，只是时间上的问题。原因很简单：没有谁能够击败它。透明度、资讯自由流通、消费者变聪明这三大世界趋势，将会促使这些公司成功。

低成本公司的威力，从伯克希尔所投资几家公司的例子即可看得出来。

美国家具销售业里，除了伯克希尔以外，成本较低的公司是 Levitz，其操作成本是营业额的 40%，所以它必须收取 45% 的价格差别。不要忘了，这是除伯克希尔以外全美国最低成本的家具店。白沙属下的 NFM，操作成本只是 15%，这使它能够只收取以上那家最低成本的竞争者的一半价格差别，来吸引顾客群。换言之，光顾 NFM 的美国消费者，每买 100 美元的东西，和其他地方最低价的相比之下，就已经节省了 20 美元。试想，当一家公司的操作成本是最佳竞争者的一半时，时间将是它的最好朋友。只要它继续保持这个优势，绝对没人能够击败它。

另外两个例子是 Borsheim’s 珠宝店和沃尔玛百货公司。前者的操作成本是营业额的 18%，后者是 15%。全美最大的电器连锁公司的相关比率是 25%，而全美最大的家具连锁公司则是 40%。

销售业的情形是，当公司成本最低时，就可以卖得便宜些，因而吸引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到更多顾客，进而提高销售量，能提供更多种类的选择、更便宜的价格、吸引到更多的消费者，如此良性循环，永无止境，迈向成功。

（3）找出值得投资的优质企业。

巴菲特喜欢的企业是，该公司产品并不会因为科技的进步而遭淘汰。

其中的诀窍是你了解你投资的是什么，而从不会迷失在竞争的漩涡中。你必须了解这个企业的本质，了解企业的本质是了解企业潜在经济状况的本质。而它的经济状况也可以让你分辨出，这是商品或是消费独占企业形态的公司。它也可以告诉你管理层是否有能力将保留盈余转人再投资，转而嘉惠投资人。而它也将告诉你公司值多少钱以及是否可预测公司未来盈余趋势的概念。预测公司未来盈余趋势，是你计算公司价值的关键。

只要仔细观察每天生活的点点滴滴，我们会发现许多优秀企业。汽车技师了解汽车业，医师了解医学业，药剂师了解制药业，而在便利商店柜台后的服务人员，能不假思索地告诉我们哪种饮料、啤酒、香烟或糖销路最好，而他可能一辈子也没读过一份分析报告。

假如我们手上有很多自己了解的企业，也就是等于拥有许多个潜在的投资目标。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“我从不认为长期投资非常困难……你持有一只股票，而且从不卖出，这就是长期投资。我和查理都希望长期持有我们的股票。事实上，我们希望与我们持有的股票白头偕老。我们喜欢购买企业。我们不喜欢出售，我们希望与企业终生相伴。”

——沃伦·巴菲特

第四章

抛弃“短炒”，钟情“长持”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 收购通用过一把“投机”瘾

20世纪90年代，是巴菲特率领下的柏克希尔·哈威斯公司大举收购迅速扩展的年代。在90年代的收购行动中，不少人对巴菲特收购通用动力公司的股权感到困惑，因为这家公司既不具有巴菲特以往认定的被收购公司所应有的特质，甚至也不具有经营良好的历史记录，那么巴菲特为何会做出这项投资决策呢?

美国通用动力公司在全美乃至全世界都是名声赫赫的企业，它是美国主要的军事工业基地之一，是美国核潜艇的领导设计者、建造者以及装甲车辆的制造者，其产品包括美国陆军的MIAl和MIA2战车。1990年，它是仅次于麦道公司的美国国防承包者。它为美国提供导弹系统（战斧、麻雀、螯针和其他先进的巡航导弹）、防空系统、太空发射器和战斗机。F—16型战斗机当年的销售总额超过100亿美元。1993年之前，该公司的销售额为35亿美元，虽然暂时销售额下降，但股东价值却增长了七倍多。但自20世纪90年代柏林墙倒塌、苏联瓦解、东欧易帜后，全球政治经济态势发生了很大变化，长期冷战政策的结束必然引起世界政治经济格局的变化，而世界第一号军事强国美国也面临军事工业的重整，也是必然结果之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1991 年，在通用动力股价处于 10 年来最低即 19 美元的时候，威廉·安德森出任公司总经理。他了解由于国防工业面临的基本形势的变化，为了企业的生存，他采取了一系列改革步骤。这些措施有：

（1）节约成本。

他希望除去任何财务的不利因素，并削减 10 亿美元的资本支出和研究经费，裁减员工达数千人，并执行以公司股价表现为基础的管理人员的薪酬计划。

（2）产品结构调整。

这种调整将坚持经营以下业务：

①保持那些市场反应良好的产品，或具有市场独占性的产品；

②要实行规模经营。对此安德森强调："产量不足的事业将很难逃被卖掉的命运"。

开始时，安德森把通用的重心集中在其四个营运核心上：即潜水艇、坦克、飞机以及太空系统。安德森判断通用仍会在萎缩的国防市场中生存下去，其他的通用企业则被逐步剥离掉。1991 年 11 月，通用动力把其麾下的资料系统公司，以两亿美元的价格出售给计算机科学公司；1992 年，又以 6 亿美元价格把赛斯那航空公司卖给德克斯朗公司；不久，又把其飞弹企业卖给休斯航空公司，售价 4.5 亿美元。在近半年时间里，通用动力通过出售非核心部门企业，增加了 12.5 亿美元现金的收益。安德森此举引起华尔街的注意，通用动力的股价也因此上扬了 112%。

在掌握充裕的现金之后，安德森宣布，首先满足通用动力的流动资金需要；其二是降低负债以确保财务实力。对于仍然多余出来的现金，安德森决定为股东造福。1992 年 7 月，依据标购游戏的规则，通用动力按每股 65.37 ~ 72.25 美元之间的价格，回购了它流通在外约 30% 的股份共 1320 万股。

这个大胆的也是高明的举动，引起巴菲特的兴趣，他亲自打电话给安德森，告诉他柏克希尔公司购买了 430 万股通用动力股份，巴菲特说：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"我对通用的经营策略留有深刻的印象，我买股票是为了想投资。"两个月以后，巴菲特又宣布，通用动力的董事会将拥有柏克夏股权所代表的表决权，这个决定对威廉·安德森来说不仅使他终生难忘，而且增强了安德森改革的决心。

对于这样的一个企业，持不同意见的人认为巴菲特的投资决策是否有误，因为这是一家被政府控制，90%以上业务来自政府机构，而且国防工业市场正在日趋萎缩，通用动力公司只有少得可怜的收益和中下等的股东权益报酬率。除此之外，它未来的现金流量也是不可预知的。对此，巴菲特是如何想的和做的呢？

1993 年，巴菲特对此事解释说："在购买通用动力股票一事上，我们是幸运的。""我直到去年夏季才稍微注意公司的动向。当它宣布公司将通过标购，买回大约 30% 的股票时，我就料到，会有套利的机会。我开始为柏克希尔买进该公司的股票，希望赚得微薄的利润。"因为巴菲特知道这是为套利而购买股票，所以不适用柏克希尔投资股票的原则，包括财务和营运表现的一些条件。但是，为什么从套利出发后来又变成为对该股的长期持有者呢？巴菲特说："后来，我开始学习了解公司的经营情形，以及威廉·安德森担任通用动力公司总经理以后的短期表现。我看见的事情，令我眼睛为之一亮，他有条理井然的理性策略：他积极实现其想法，而那成果的丰硕正基于此。"巴菲特不但抛弃了原先套利的"短炒"的想法，反而决定变成长期持股，应该说是一记胜招。

事实证明，巴菲特这项决策是对威廉·安德森是否能够抗拒盲从同业不理性行为的一大考验。其时，一些人已批评指责安德森解体了一个公司。但是，安德森则辩解说，他只是将公司的未实现价值转换为现金而已。当他 1991 年就任总经理时，通用动力公司的市价是账面价值的 60%，近 10 年来，相对于其他 10 家国防工业公司的 17.1% 的年平均报酬率，和斯坦普工业指数的 17.6% 的获利率，通用动力为其股东创造了 9.1% 的年复利报酬率。巴菲特认为，很少有这样的一家公司，以低于账面的市价交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易，并产生出现金流量，且积极展开股权强制过户的方案。此外，最重要的是，这家企业的经营者能不遗余力想方设法地为股东谋利益，这是巴菲特最为看重的管理者的素质。这使我们又一次看到了优秀的管理人才在巴菲特投资理念中的举足轻重的地位。

安德森没有停止他的改革步伐，尽管他曾想保留飞机、太空系统作为其核心部门，后来还是决定继续将其出售，如航空器卖给了洛克希德。通用动力公司与洛克希德和波音公司本是新一代战斗机 F—22 的合伙人，三家各自拥有 1/3 股权。后来通用动力通过转让，洛克希德取得了 F—16 业务，波音又取得 F—2/3 的股权；接着通用动力的太空系统又出售给了太空发射系统的创始人——马丁·玛丽塔。这两项销售给通用动力公司提供 17.2 亿美元的资金。

现金流量的充沛，公司再度分配股利给股东。仅在 1993 年 4 月份发给股东每股 20 美元的特别股利；7 月份又发给股东每股 18 美元的特别股利；到 10 月又发给股东每股 12 美元的特别股利。一年间，三次发给股东每股红利即达 50 美元，而且每季支付的股利也从每股 0.4 美元，提高到 0.6 美元。柏克希尔公司在 1992 年 7 月到 1993 年底的一年半时间中，只要投资每股 72 美元于通用动力股票上，即获得了每股 2.6 美元的普通股股利和 50 美元的平均特别股利，而这段期间，股价上扬到每股 103 美元。由于安德森开始清算通用动力公司的货币价值，并给予其股东以现金股利，对通用动力的股票投资收益，不但强过同行，并远胜过同期斯坦普工业指数的表现。

人们问巴菲特将会持有通用动力公司股票多长时间。对此，巴菲特说：他将会在股东权益报酬率令人满意且公司前景看好市场不高估通用动力公司的股票价值以及经营者为诚实有才干者的情况下，才会继续持有。话虽简单，但体现了巴菲特投资的基本原则。

在巴菲特的投资生涯中，以套利为目的而购买股票是并不多见的，特别是其事业如日中天之时；竟还做出这个决定不能不令人惊讶。巴菲特居



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然也想玩一把“投机”，可见其投资股票时在具体操作上并非墨守成规、一成不变的。也说明股票投资领域方法的多样性。虽然这次巴菲特是以“投机入市”，但后来通过研究该股和管理层，从中又发现了新的投资价值，并决定持股和授权安德森以柏克夏公司持股的表决权。可见巴菲特投资思想之活跃，投资艺术之高超了。

通用动力有如此出色的表现，与威廉·安德森的诚实、能干经营是分不开的。他在企业经营管理业界开创出了一个先例，即面对处于不利的产业，该如何经营并创造出卓越的成就。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 交易成本因“长持”而变低

巴菲特觉得，经常交易对投资人并没有什么好处，只是养肥了证券商而已。他曾说过：“如果你认为你可以经常进出股市而致富的话，我不愿意和你合伙做生意，但我却希望成为你的股票经纪人。”

巴菲特说：“短期股市的预测是毒药，应该把它摆在最安全的地方，远离儿童以及那些在股市中的行为像小孩般幼稚的投资人。”

对于长期持有者来说，交易的次数少使交易佣金等交易成本在投资总额中所占的比重很少。而短期持有频繁买进卖出，交易佣金等交易成本累积起来将在投资总额中占较大的比重，相应会减少投资收益。投资者交易次数越多，他所需要支付的佣金也就越多。这样如果投资者想获得超过市场平均水平的超额收益，他每笔投资的收益都应当比市场平均水平还要高出几个百分点，以弥补交易成本。比如，如果你想超过市场平均收益率8%，而预期市场平均收益率为10%，同时，由于每笔投资的佣金和交易费用平均占交易金额的2%以上。那么，你每笔投资收益率要达到20%以上。

查尔斯·埃里斯的研究证明了股市中的一个规律：交易次数越频繁，投资收益越少。他的研究表明，资金周转率超过200%的投资者，除非其每笔交易都高出市场平均收益率几个百分点以上，否则他不可能达到股市



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均收益水平。

1998 年，加州大学戴维斯分校的教授特伦斯·奥丁和布雷德·鲍伯的研究进一步证明了频繁交易将导致投资收益率水平的降低。他们分析 1990 ~1996 年 12 月 31 日 6 年内的 7.8 万个家庭的股票交易记录。这些家庭平均的年收益率达到了 17.7%，稍稍高出市场 17.1% 的平均收益率水平。然而扣除佣金后，净投资收益率为 15.6%，比市场平均水平低 1.5%。他们对每年家庭不同投资组合周转率下净收益率进行了比较，发现随着交易次数的增加，收益率将会进一步降低。交易最频繁的 20% 家庭的年净收益只有 10.0%，而交易次数最少的家庭年平均收益率则高达 18.5%。如果以复利计算，经过 10 年、20 年后，这种收益率的微小差别将对投资者的财富造成巨大的差别。他们的研究结论是：投资组合并不能解释投资收益率的差异，只有交易成本和交易频繁能够合理解释这些家庭差异很大的投资收益率水平。

有人曾做过统计，巴菲特对任何一只股票的投资没有少于 8 年的。

中央电视台曾做过一期股票节目，叫“十年陈股香”，讲述在股市上长期投资某一只股票成功的例子。不幸的是，在现实生活中我们看到更多的却是相反的例子，许多人追涨杀跌，到头来只是为券商贡献了手续费，自己却是竹篮打水一场空。我们不妨算一个账，按巴菲特的低限，某只股票持股八年，买进卖出手续费是 1.5%。如果在这 8 年中，每个月换股一次，支出 1.5% 的费用，1 年 12 个月则支出费用 18%，8 年不算复利，静态支出也达到 144%！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. “长持”，尽可能减少缴纳资本利得税的绝佳方法

几乎所有的投资者都要缴纳资本利得税。但资本利得税只有在你出售股票并且卖出的价格超过你过去买入的价格时才需要缴纳。因此，是否缴纳资本利得税对于投资者来说是可以选择的。

巴菲特说：“我们只是持续不断地从中寻找用数学期望值计算后最高的税后报酬，且仅限于我们自认为了解的投资方式，我们的标准不是追求短期的账面盈利最大化，我们的目标只是追求长期的净资产值最大化。”

巴菲特采取长期持有的一个重要原因，是尽可能减少缴纳资本利得税，使税后长期收益最大化。

几乎所有的投资者都要缴纳资本利得税。但资本利得税只有在你出售股票并且卖出的价格超过你过去买入的价格时才需要缴纳。因此，是否缴纳资本利得税对于投资者来说是可以选择的。投资者既可以选择卖出股票并对获得利润部分缴纳资本利得税，也可以选择不卖出股票从而不缴税。由于存在资本税收，所以，投资者在投资中需要将税收考虑在成本之内，追求税后收益的最大化。

巴菲特在伯克希尔公司1989年的年报中，对长期投资由于节税而产生的巨大收益进行了详细解释。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"大家可以从资产负债表上看到，如果年底我们一口气将所有的有价证券按市价全部出售，那么，我们需要支付的资本利得税将高达 11 亿美元，但这 11 亿美元的负债真的就跟年末后 15 天内要付给厂商的货款完全相同或类似吗？很显然并非如此，尽管这两个项目对经审计的资产净值的影响是相同的，都使其减少了十一亿美元。另外，由于我们很大程度上根本没有抛售股票的打算，政府就没有办法征收所得税，那么递延所得税的负债项目是不是毫无意义的会计虚构呢？很显然答案也不是。用经济术语来讲，这种资本利得税负债就好像是美国财政部借给我们的无息贷款，而且到期日由我们自己来选择（当然除非国会更改为在实现之前就征税），这种'贷款'还有另外一些很奇怪的特点：它只能被用来购买个别股价不断上涨的股票，而且贷款规模会随着市场价格每天的波动而上下波动，有时也会因为税率变动而变动，事实上这种递延所得税负债有些类似于一笔非常庞大的资产转让税，只有在我们选择从一种资产转向另一种资产时才需要缴纳。实际上，我们在 1989 年出售了一小部分持股，结果对于产生的 2.24 亿美元的利润，需要缴纳 7600 万美元的转让税。

让我们来看一个很极端的例子。让我们想象一下，伯克希尔公司只有 1 美元可用来进行证券投资，但它每年却有一倍的收益，然后我们在每年年底卖出。进一步想象在随后的 19 年内我们运用税后收益重复进行投资。由于每次出售股票时我们都需要缴纳 34% 的资本利得税，那么，在 20 年后，我们总共要缴纳给政府 13000 美元，而我们自己还可以赚到 25250 美元，看起来还不错。然而要是我们进行了一项梦幻投资，在 20 年内翻了 20 倍，我们投入的一美元将会增至 104.8576 万美元。当我们将投资变现时，根据 35% 的税率缴纳约 35.65 万美元的资本利得税之后，还能赚到 692000 美元。之所以会有如此大的投资结果差异，唯一的原因就是纳税的时机不同。有意思的是政府在第二种情形下得到的税收与第一种情形下相比约为 27：1，与我们在两种情形下的利润比例完全相同，当然政府必须花费更多的时间等待这笔税金。

巴菲特提醒投资者说："必须强调的是，我们并不是因为这种简单的数学计算结果就倾向采用长期投资策略。事实上，通过更频繁地从一项投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资转向另一项投资，我们还可能获取更多的税后利润。许多年之前，查理和我就是这样做的。但现在，我们宁愿呆在原地不动，虽然这样意味着略低一些的投资回报。我们这样做的理由很简单：我们深感美妙的业务合作关系是如此宝贵又令人愉快，以至于我们希望继续保持下去。做这种决定对我们来说非常容易，因为我们相信这样的关系一定会让我们有一个良好的投资成果，虽然可能不是最优的。考虑到这一点，我们认为除非我们思维不正常，才会舍弃那些我们熟悉的有趣且令人敬佩的人，而与那些我们并不了解而且资质平平的人相伴。这有些类似于为了金钱而结婚，在大多数情况下是错误的选择，尤其是一个人已经非常富有却还要如此选择时，肯定是精神错乱。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 股票市场并不需要交易活跃

股票市场的讽刺之一是强调交易的活跃性。使用“交易性”和‘流动性’这种名词的经纪商对那些成交量很大的公司赞不绝口（这些不能填满你口袋的经纪商很有信心能够填满你的耳朵）。但是，投资者必须明白，对在赌桌旁负责兑付筹码的人来说的好事，对客户来说未必是好事。一个过度活跃的股票市场其实是企业的窃贼。

巴菲特在伯克希尔公司 1983 年的年报中详细讨论了股票频繁交易带来的巨额的交易成本以及股东财富的惊人损失。

股票市场的讽刺之一是强调交易的活跃性。使用“交易性”和‘流动性’这种名词的经纪商对那些成交量很大的公司赞不绝口（这些不能填满你口袋的经纪商很有信心能够填满你的耳朵）。但是，投资者必须明白，对在赌桌旁负责兑付筹码的人来说的好事，对客户来说未必是好事。一个过度活跃的股票市场其实是企业的窃贼。

例如，请你考虑一家净资产收益率是 12% 的典型公司。假定，其股票换手率每年高达 100%，每次买入和卖出的手续费为 1%（对于低价位公司来说手续费要高得多），以账面价值买卖一次股票，那么，我们所假设的这家公司股东们总体上要支付公司当年资产净值的 2% 作为股票交易的成本。这种股票交易活动对企业的盈利毫无意义，而且对股东来说意味着公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司盈利的1/6通过交易的“摩擦”成本消耗掉了。

所有这些交易形成了一场代价相当昂贵的听音乐抢椅子游戏。如果一家政府机构要对公司或者投资者的盈利征收16.66%的新增税收，你能想象这会导致公司和投资者疯狂般地痛苦反应吗？通过市场过度活跃的交易行为，投资者付出的交易成本相当于他们自己对自己征收了这种重税。

市场日成交量一亿股的（如果把场外交易也算在内，那么这种成交量在今天已经是非常低了）交易日对股东来说不是福音，而是诅咒，因为这意味着，相对于日成交量5000万股的交易日，股东们为变换坐椅要支付两倍的手续费。如果日成交量1亿股的状况持续一年，而且每次买进卖出的平均成本是每股15美分，那么对于投资者来说，坐椅变换税总计约75亿美元，大致相当于财富500强中最大的四家公司埃克森石油公司、通用汽车公司、美孚石油公司和德士古石油公司1982年的利润总和。

1982年底，这些公司总计有750亿美元的净资产，而且它们的净资产和净利润占整个财富500强的12%以上。在我们前面的假设情况中，投资者仅仅是为了满足他们对“突然改变财务立场”的爱好，每年总计要从这些惊人的资产总值中消耗掉这些资产创造的全部利润。而且，每年为坐椅变换的投资建议支付的资产管理费用总计为20亿美元，相当于投资者前五大银行集团的花旗银行、美洲银行、大通·曼哈顿银行、汉华银行和J.P.摩根银行的全部利润。这些昂贵的过度行为可以决定谁能吃到蛋糕，但它们不能做大蛋糕。

我们当然知道所谓做大蛋糕的观点，这种观点认为，交易活动可以提高资产配置过程中的理性。我们认为这个观点貌似正确其实则不然。亚当·斯密曾认为，在一个自由市场中的所有并非共同协调的行动，会被一只无形的手，引导经济取得最大的增长。我们的观点是，赌场式的市场以及一触即发的投资管理人员，就像一只看不见的脚，绊倒并减缓了经济增长的步伐。

巴菲特由此提出了自己对于股市频繁交易破坏性的著名论调：“总体而言，过分活跃的股票市场无形中损害了理性的资产配置，而使蛋糕收缩变小了。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 长期持有，与企业终生为伴

我们拥有我们不会出售的可交易的普通股，即使其市价高得离谱。实际上，我们认为这些股票投资就像我们成功的受控制企业一样是伯克希尔公司永远的一部分，而不是一旦“市场先生”给我们开了一个足够高的价格就会被卖掉的商品。

许多人认为长期投资非常困难，但巴菲特却这样认为：“投资的一切秘诀在于，在适当的时机挑选好的股票之后，只要它们的情况良好就一直持有。”他在2001年7月21日在西雅图俱乐部的演讲中说：“我从不认为长期投资非常困难……你持有一只股票，而且从不卖出，这就是长期投资。我和查理都希望长期持有我们的股票。事实上，我们希望与我们持有的股票白头偕老。我们喜欢购买企业。我们不喜欢出售，我们希望与企业终生相伴。”

波克希尔从1989年开始入股吉列，巴菲特当时拿出6亿美元买下近9900万股吉列股票，并且协助吉列成功地抵挡住投机者的恶意收购攻势。在随后的16年中，巴菲特抱牢吉列股票，即使20世纪90年代末期吉列股价大跌引发其他大股东抛售股票时也不为所动。巴菲特对吉列品牌深信不疑。

巴菲特长期持有吉列股票最终得到了报偿：吉列股价因被宝洁购并而于2005年1月28日每股猛涨5.75美元至51.60美元。这一涨，让波克希

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔的吉列持股总市值冲破了51亿美元。

以1989年波克希尔最初在吉列投资的6亿美元计算，这笔投资在16年中已增值45亿美元，年均投资收益率高达14%。如果投资者在1989年拿6亿美元投资于标准普尔500指数基金，现在只能拿到22亿美元。这就意味着巴菲特投资收益比标准普尔500指数基金高出一倍还多，用专业人士的话说就是巴菲特跑赢了大市。

巴菲特说："1988年，我们大笔买进联邦家庭贷款抵押公司与可口可乐公司，我们准备长期持有。事实上，当我们持有杰出经理人管理的优秀企业的股票时，我们最喜欢的持有期限是永远。许多投资人在公司表现良好时急着想要卖出股票以兑现盈利，却紧紧抱着那些业绩令人失望的公司股票不放手，我们的做法与他们恰恰相反。彼得·林区曾恰如其分地形容这种行为是'铲除鲜花却浇灌野草'。"

"即使这些证券的价格高得离谱，我们也不会卖出，就像即使有人以远远高于我们自己对企业的估值的价格购买，我们也不会出售喜诗和《布法罗晚报》(Buffalo Evening News，这两家公司为伯克希尔公司直接控股的私人公司)一样。在今天积极行动已经成为普遍潮流的企业界，我们这种持股到永远的做法看起来可能有些落伍……尽管美国的企业界和金融界热衷于积极行动的频繁交易，我们仍然坚持我们'至死不分开'的永远持有的策略。这是唯一让查理和我感到自在的策略，它产生了相当不错的效果，而且这种方式让我们的经理和投资人专注于干好自己分内的事而免于分散注意力。"

"我们拥有我们不会出售的可交易的普通股，即使其市价高得离谱。实际上，我们认为这些股票投资就像我们成功的受控制企业一样是伯克希尔公司永远的一部分，而不是一旦'市场先生'给我们开了一个足够高的价格就会被卖掉的商品。对此，我要加上一个条件：这些股票由我们的保险公司持有，如果绝对必要的情况下，我们会卖出部分股票，支付异常的保险损失。但我们会尽力避免卖出这些企业的股票。查理和我一致决定做出买入并持有这些企业的股票，这里面既有个人情感，又有财务上的因素。……当然，在最近几年过度注重交易的华尔街上，我们的立场肯定非



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常古怪：对于华尔街的许多人来说，公司和股票不过是用来交易的原材料而已。但是我们的态度适合我们的个性以及我们想要的生活方式。丘吉尔曾说过，‘你塑造你的家，你的家也塑造你。’我们知道，我们愿意被塑造而成的样子。由于这个原因，我们宁愿与我们非常喜欢和敬重的人合作获得一定的回报，也不愿意与那些令人乏味或讨厌的人进行交易而再增加10%的回报。”

巴菲特还表示将继续持有大多数主要股票，无论相对公司内在价值而言它们的市场定价过高还是过低。这种至死也不分开的态度，再加上这些股票的价格已经达到高位，将意味着不能预期它们在将来能够还像过去那样快速推动伯克希尔公司的价值增加。也就是说，迄今为止，伯克希尔公司的业绩受益于双重力量的支持：一是投资组合中的公司内在价值有出乎意料的增加；二是在市场适当地“修正”这些公司的股价时，相对与其他表现平平的公司而提高对它们的估值，从而给了巴菲特额外的奖赏。“我们将继续受益于这些公司的价值增长，我们对他们未来的增长充满信心。但我们的‘市场修正’奖赏已经兑现，这意味着我们今后不得不仅依靠另外一种支持，即单纯依靠公司的价值增长。”

除了股票分割以外，1992 年，伯克希尔公司的持股数只有以下四家公司的股票有所变化：适当增持了吉尼斯和富国银行、联邦房屋抵押贷款公司的仓位增加了一倍以上，新建了通用动力公司的持股仓位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 企业价值增值能力决定持有的态度

巴菲特判断持有还是卖出的唯一标准是公司的价值增值能力是否与买入时相当，甚至有所增加，而不是其价格上涨或者下跌。

巴菲特曾经买入过数十只股票，有一些股票持有时间较短，其中大部分持有期限长达数年，可口可乐、富国银行、《华盛顿邮报》、吉列等少数几只股票自买入后一直持有，长达10多年甚至20多年。

大多数人采用股价上涨或下跌的幅度作为判断持有或卖出股票的标准。而巴菲特却并非如此。

巴菲特判断持有还是卖出的唯一标准是公司的价值增值能力是否与买入时相当，甚至有所增加，而不是其价格上涨或者下跌。

他说："对于那些投资数额较大的股票，其中大多数我们都持有了很多年份。我们的投资决策取决于企业在那一时期的经营绩效，而非哪一个给定时期的市场价格。在能够拥有整个公司的时候，过度关注短期收益就是极其愚蠢的。同样，我们认为，在买入一家公司的一小部分的时候，却被短期投资的预期收益所迷惑，也是不明智的。"

"每当查理和我为伯克希尔公司下属的保险公司购买普通股的时候，我们像在购买一家私营公司那样着手整个交易。我们考察企业的经营前景，负责运作公司的管理层以及我们必须支付的价格。我们根本不考虑在



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么时候或以什么价格出售。实际上，我们愿意无限期地持股，只要我们预期这家公司的内在价值能以令人满意的速度增加。”

那么衡量公司价值增值能力的方法是什么呢？巴菲特认为最佳方式是透明盈利。

巴菲特认为透明盈利由三部分组成：报告营业利润，加上主要被投资公司的留存收益，扣除如果这些留存收益分配给投资人时应该缴纳的税款。

巴菲特认为，投资者专注于他们投资组合的透明盈利将大大受益。为计算透明盈利，投资人应该确定投资组合中每只股票相应的可分配收益，然后进行加总。每个投资人的目标，应该是要建立一个投资组合（类似于一家投资公司），这个组合在从现在开始的 10 年左右将为他或她带来最高的预计透明盈利。这样的方式将会迫使投资人思考企业真正的长期远景而不是短期的股价表现，这种长期的思考角度有助于改善其投资绩效。当然无可否认就长期而言，投资决策的计分板还是股票市值。但价格将取决于未来的获利能力，“投资就像是打棒球一样，想要得分大家必须将注意力集中到球场上，而不是紧盯着计分板。”

巴菲特曾经也因为有些公司的经营发生重大变化，导致其长期竞争优势大大减弱甚至消失，巴菲特最终坚决卖出。其中最典型的例子是巴菲特对曾经公开声明永久持有的股票资本城/ABC 公司，却在该公司盈利能力发生重大变动后，全部出售。巴菲特在伯克希尔公司 1986 年的年报中说：“我们可以公开声明，我们希望永久地保留我们的三种主要持股：资本城/ABC 公司（Capital Cities/ABC，Inc）、富国银行、《华盛顿邮报》”。但在迪斯尼收购了 ABC 之后，公司的巨大规模也拖了发展的后腿，巴菲特 1998 年开始减持，1999 年几乎把持有的迪斯尼股票都出售了。

但是，他对待同期可口可乐公司的盈利持续下降却有不同的观点。1997 年，可口可乐公司股票资产的回报高达 56.6%，由于受国际金融危机的影响，1998 年下滑到 42%，1999 年则下滑到 35%。尽管如此，巴菲特在伯克希尔公司 1999 年的年报中指出：“我们仍然相信这些公司拥有相当强大的竞争优势，可使其继续稳定经营下去，这种可以让长期投资有不错

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报的特点，是查理跟我还有点自信可以分辨得出的地方，股价上涨或下跌不是判断持有还是卖出的标准。”他告诉《纽约时报》记者：“某个国家在某一时期总会出现一些暂时性的小问题，但是，这并不能阻止你畅想 10 年或 15 年之后的事情——那就是要让世界上所有的人都只喝可口可乐。”巴菲特继续坚决持有可口可乐公司股票，他与董事会解雇了可口可乐原 CEO 艾维思特，聘任达夫特为新 CEO。果然可口可乐不久就重振雄风。

巴菲特在伯克希尔公司 1993 年的年报中将可口可乐公司作为一个长期投资的最成功范例。“1919 年，可口可乐股票以每股 40 美元的价格公开上市。到 1920 年底，由于市场对于可口可乐的前景看法相当冷淡，股价下跌 50% 以上，跌至 19.5 美元。但是，如果将收到的股利再重复投资，那么当时价值 40 美元的一股股票将增值到 210 万美元……前面我曾经提到如果在 1919 年以 40 美元买入可口可乐公司一股股票的投资业绩将会是一个传奇。1938 年，在可口可乐公司问世 50 年且早已成为美国的象征之后，《财富》杂志对该公司做了一次很好的报道。在这篇文章的第二段写道：‘每年都会出现几次这样的情况，一个态度认真的重量型投资人长时间关注可口可乐公司后，尽管对其过去的辉煌业绩记录表示敬意，却也只能得出非常遗憾的结论：他关注可口可乐公司太晚了。因为市场饱和以及激烈竞争的幽灵已经出现在他面前’。的确，1938 年，市场竞争非常激烈，而 1993 年也是如此。但值得注意的是 1938 年可口可乐公司一年总共卖出两亿箱的饮料（若是将当时销售加仑数量换算成现在一箱 192 盎司的计算标准），到了 1993 年，该公司一年卖出饮料高达 107 亿箱，对这家在 1938 年就已经成为软饮料产业主导者的公司，在后来近 50 年间又增长了 50 倍。即使对于 1938 年新加入的投资者来说，盛宴也根本没有结束，虽然在 1919 年投资 40 美元在可口可乐公司股票的投资人（包括将所收到的股利再投资），到了 1938 年可获得 3277 美元，但是如果在 1938 年一个新的投资者以 40 美元投资可口可乐股票，到 1993 年底可以增值到 25000 美元。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 复利让你的财富像滚雪球一般迅速增大

要了解巴菲特，复利的累进概念是极其重要的。这个观念很容易理解，但是因为某些奇怪的理由，在投资理论中这个观念的重要性却被轻描淡写。巴菲特认为，复利累进理论是至高无上的。

富兰克林说："……复利这块神奇的石头能够把铅变成金子的……记住，金钱是会增值的，钱能生钱，钱能生更多的钱。"

乔治·摩根曾用这样一个简单的例子来描述过复利的巨大力量："如果你新设一家公司，只发行100股，每股10美元，公司净资产1000美元。一年后，公司的利润是200美元，净资产收益率为20%。然后，将这些利润再投入公司，这时第一年年底公司的净资产为1200美元。第二年公司的净资产收益率仍为20%，这样到第二年年底公司的净资产为1420美元。如此运作79年，那么1000美元的原始投资最终将变成1.8亿美元的净资产。"

巴菲特的每项投资所要寻求的是最大的年复利税后回报率，巴菲特认为借助复利的累计才是真正获得财富的秘诀。"复利有点像从山上滚雪球，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最开始时雪球很小，但是往下滚的时间足够长，而且雪球粘得适当紧，最后雪球会很大很大。”

下表所显示的是一笔10万美元分别在10年、20年和30年期间，以5%、10%、15%及20%的收益率，在不考虑税负循环复利累进的情况下，该笔钱循环复利所能累进的价值。

收益率（%）	5	10	15	20
累进价值（美元）10年	132889	259374	404555	619173
累进价值（美元）20年	265329	672749	1636653	3833759
累进价值（美元）30年	432194	1744940	6621177	23737631

由上表可以看出，仅仅是5%和10%的差异，对投资人的整体获益会有惊人的影响。你的10万美元，以每年10%的获利率经用免税的复利累进计算，10年后将会价值259374美元，若将获利率提高到20%，那么10万美元在10年后将增加到总值为619173美元，20年后，则变成3833759美元，但是以10万美元，以免税的年获利率20%累进计算，持续30年，其价值会增长到23737631美元，是一个相当可观的获利。

些微的百分比在一段长时间所造成的差异是令人吃惊的，投资人的10万美元以5%的免税年获利率计算，经过30年后，将值432194美元。但是若年获利率10%，30年后，10万美元将值1744940美元，倘若年获利率再加5%，即以15%累进计算，30年后，10万美元将增加为6621177美元，若再从15%升到20%，你会发现，10万美元每年以20%累进，30年时将会增加到23737631美元。

巴菲特寻找的，便是那些可能在最长的时间获得年复利回报率最高的公司。在伯克希尔·哈萨威的41年间，巴菲特一直能够以23.8%的平均年复利回报率来增加他公司的净值。这确实是了不起的。

要了解巴菲特，复利的累进概念是极其重要的。这个观念很容易理解，但是因为某些奇怪的理由，在投资理论中这个观念的重要性却被轻描

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

淡写。巴菲特认为，复利累进理论是至高无上的。

1962 年，在巴菲特合伙公司的年报中，巴菲特推算了西班牙女王如果不支持哥伦布航海而将 3 万美元以复利进行投资的话，其收益将高达 2 万亿美元，这个结果让我们对复利的力量大吃一惊："根据不完全资料，我估算伊莎贝拉最初给哥伦布的财政资助大约为 3 万美元。这是确保探险成功所需资金的合理的最低数量。不考虑发现新大陆所带来的精神上的成就感，需要指出的是，整个事件所带来的后果并不是另一个 IBM。粗略估计，最初投资的 3 万美元以每年 4% 的复利计算，到现在（1962 年）价值将达到 2 万亿美元。"

在长期投资中，没有任何因素比时间更具有影响力。随着时间的延续，复利将发挥巨大的作用，为投资者实现巨额的税后收益。

复利的力量得于两个因素：时间的长短和回报率的高低。两个因素的不同使复利带来的价值增值也有很大不同：时间的长短将对最终的价值数量产生巨大的影响，时间越长，复利产生的价值增值越多；回报率对最终的价值数量有巨大的杠杆作用，回报率的微小差异将使长期价值产生巨大的差异。以 6% 的年回报率计算，最初的一美元经过 30 年后将增值为 5.74 美元。以 10% 的年回报率计算，最初的一美元经过同样的 30 年后将增值为 17.45 美元。4% 的微小回报率差异，却使最终价值差异高达 3 倍。

巴菲特对 10% 与 20% 的复利收益率造成的巨大收益差别进行了分析："1000 美元的投资，收益率为 10%，45 年后将增值到 72800 美元；而同样的 1000 美元，在收益率为 20% 时，经过同样的 45 年将增值到 3675252 美元。上述两个数字的差别让我感到非常惊奇，这么巨大的差别，足以激起任何一个人的好奇心。"请注意，自从巴菲特 1965 年开始管理伯克希尔公司至今（2006 年），41 年来伯克希尔公司复利净资产收益率为 22%。也就是说巴菲特把每 1 万美元都增值到了 2593.85 万美元。

巴菲特的长期合作伙伴芒格感叹到："如果既能理解复利的威力，又能理解获得复利的艰难，就等于抓住了理解许多事情的精髓。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的长期投资经验告诉我们，长期持有具有持续竞争优势的企业股票，将给价值投资者带来巨大的财富。其关键在于投资者未兑现的企业股票收益通过复利产生了巨大的长期增值。

投资具有长期持续竞争优势的卓越企业，投资者所需要做的只是长期持有，耐心等待股价随着公司成长而上涨。具有持续竞争优势的企业具有超额价值创造能力，其内在价值将持续稳定地增加，相应的，其股价也将逐步上升。最终复利的力量将为投资者带来巨大的财富。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. 把投资当成经营企业是最聪明的投资方式

如果有人卖给巴菲特一家零售药店，他会先察看该店的会计账目及看他们的获利状况。如果巴菲特看到该店获利不错，他会衡量该店的获利是否持续稳定，或是大起大落。如果该店获利持续稳定，他再问自己我是否能实质改善该店的状况，如果答案是否定，那么他该问自己现在店里卖的是什么。

一张普通股票所代表的意义是拥有该企业部分的经营权就是经营一个企业。你的经纪人试图引诱你像赌马般每天早上从华尔街日报上找黑马股。但事实上，股票是代表拥有企业经营的机会，这也就是巴菲特投资思想的精髓所在。所以我们应该选择投资哪一个企业和了解该企业值多少钱。并将这些放入企业前景的标准中考量。

巴菲特主要的理念是以商业意义来看合理的价位及买优秀的企业。而什么又合乎商业意义呢？在巴菲特的世界中，合乎商业意义即是，投资能提供最高的年复利回报率与担负最低的风险。而让巴菲特的绩效能够优于华尔街其他经理人的原因，则是巴菲特长期投资的动机——像企业家一般而不是像一般华尔街的投资专家，偏重短期获利。

如果有人卖给巴菲特一家零售药店，他会先察看该店的会计账目及看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的获利状况。如果巴菲特看到该店获利不错，他会衡量该店的获利是否持续稳定，或是大起大落。如果该店获利持续稳定，他再问自己我是否能实质改善该店的状况，如果答案是否定，那么他该问自己现在店里卖的是什么。

一旦巴菲特知道要价后，他会与该店的年盈余做比较，并算出年回报率。一个 10 万美元要价相对于每年两万美元的盈余，将提供巴菲特 20% 的投资年回报率（20000 ÷ 100000 = 20%）。在知道预期回报率后，巴菲特就能货比三家，以了解 20% 的回报是否是好的投资。一旦发觉是好的投资就马上行动。

这就是巴菲特做投资决策的过程，当他决定全部或部分入主企业投资时，他会自问：这个企业预计能赚多少钱，而卖价又是多少？并且将这个答案作为他比较的基础。这不是一般华尔街专家会告诉我们的操作方式。巴菲特及其他投资者将长期持有公司的股票，以赚取巨额利润。每年 20% 的回报，15 年后将有相当不错的获利。

相反，华尔街则是从短期的角度观察企业，他们只重视眼前的绩效，一年 20% 的获利可能无法让经理人赢得顶尖的绩效排名。在财务经理人的绩效游戏中，连续几季的绩效不佳可能让经理人丧失工作，所以对他们来说，短期比长期绩效更重要。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. 切忌“长期投资”的误区

一个要澄清的问题是，巴菲特致富的核心武器是投资，而不单单是长期持股。他鼓励长期投资，但前提是这些企业真正值得长期投资。他完全不会接受投资风险，只有在确认没有任何风险的前提下才会出手。

巴菲特认为，如果一项投资有风险的话，你要求再高的回报率也是没用的，因为那个风险并不会因此而减低。他只寻找风险几近至零的行业和公司。他在给股东的年度报告中明确说：“我不会拿你们所拥有和所需要的资金，冒险去追求你们所没有和不需要的金钱。”“比如我发现可口可乐在白水饮料方面还未有积极发展，因此写了一封信给公司总部，希望能做这种改革。如果这个建议在未来几年内未被接受，而世界人口又渐渐的都喝矿泉水而大量减少喝可乐的话，百多年历史的可口可乐股票，也应该卖出！”

国内有些投资者没有明白这一点，只表面化地记住了“长期持股”，所以在被套牢后，索性学起了巴菲特，做长期投资者了。这是严重的误解。没有了投资这个前提，或者说前提错了，盲目的长期持股损失可能更为惨痛。这一点，那些有过沉痛代价的老资格股民，一定有切肤之痛。

根据1999年初的《远东经济评论》报道，九个亚洲股市里，有八个国家的基金，在过去五年里普遍非但没有赚钱，反而还把投资人的母金亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损掉不少。投资世界的一大特点是，如果你输了20%，你必须要赚回25%才刚好回本。如果你亏了50%，那你就必须赚回100%才能回本。这是投资人不可忽略的重点。

不错，共同基金整天叫人不要害怕，只要有耐心等待，“长远投资”肯定致富。问题是，要等多久？如果你像一些国内基金投资人那样的这几年来购买基金而看着它下跌50%，那要等多久才能回到几年前买入时的价钱呢？把血汗钱交给人管理5～10年后，又再把同样数目的资金交回投资人，肯定不是投资人的投资概念。

巴菲特也鼓励投资人买入股票后应长期持有。但如果你仔细注意听他所讲的，你就会发现他讲这话时多加了两点：

（1）这些公司必须是优秀的公司。

全世界各地的基金经理随时都持有近百种（亚洲）、甚至是上千种（美国）股票。试问：股市里，难道真的有那么多家优秀公司吗？这种广撒网式的投资法，绝对不是成功投资家的投资概念。

（2）只有在这些优秀公司继续保持优秀状况时，我们才可以继续持有它们。

这说明了投资不应是百分之百肯定是永远的。我们要一直不停地观察市场。

其实，就算是一家公司的基本优势还存在着，但如果我们发现还有一家竞争者也同样拥有这个优势，但股价只是它的一半时，则可以卖掉前者而买入后者。巴菲特于一九九七年卖出大部分的麦当劳股票，买入另一家快餐业公司的例子就是明证。虽然巴菲特说这是两个不相干的买卖，他仍然觉得麦当劳是一家很优秀的公司，价格正确时可以买入，但也显示出交换行业股现象的存在。

有一些投资人习惯于认为，巴菲特持有的股票就是值得投资的股票。其实并非如此。由于波克希尔·哈萨威作为法人的企业税率很高，相当于个人投资者所得税率的两倍多（个人所得税率为15%），因此巴菲特所持股票无论价格多高，只要不卖，他就可以避免交纳高额税金，这对于他和他的公司可以说风险相当低。也就是说，与个人投资者相比，如果巴菲特



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有在一个高价位卖出股票的话，他放弃的仅仅是65%的差价利润，而个人投资者则是放弃了85%的差价利润。因此，如果巴菲特卖出了哪只股票，就表明他对这个公司的前景看淡而“不得不”出手了。

通常，巴菲特不到最后时刻就不会公开抛售他持有的那只股票，投资者要摸清他的投资轨迹并不容易。由此看来，与其模仿巴菲特的投资风格，还不如先学习学习他的思维方法，也许这更有利于投资者抓住沃伦·巴菲特投资理念的精髓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"我们有时把从事套利交易作为持有短期货币市场证券的一种替代。当然，我们会优先考虑做一些重要的长期交易。但是除了这些好的交易之外，我们经常还有一些剩余的资金。在这样的情况下，套利交易经常会获得高于国库券的收益。"

——沃伦·巴菲特

第五章

套利：最佳的短期投资方式

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 运用现金资产进行套利

巴菲特比较喜欢接受长期资金的投资委托，然而若是当时没有适合从事长期投资的机会时，巴菲特发现，若运用现金资产进行套利，会比其他短期投资给他提供更大的获利空间。

套利，就是在市场上购买证券，同时又马上在其他市场上卖出相同的证券，其目的在赚取市场差价。比如说，如果某公司的股票在伦敦市场每股是20美元，在东京市场中每股是20.01美元，则套利者可以同时购买伦敦股市的股票，然后将相同的股票在东京股市销售，借此获益。在这个个案中，没有任何资金的风险。套利者只是利用各地市场之间的无效率，从中获利。因为这些交易并未承受风险，所以被称为无风险的套利。另一方面，有风险的套利，是希望以公开的价钱买卖证券而获得利润。

最典型的风险套利是，以低于公司未来价值的价钱购买股票。这个未来价值通常基于公司的并购、清算、股票收购或改组。套利者所面对的风险是未来股票价格的不确定性。

巴菲特比较喜欢接受长期资金的投资委托，然而若是当时没有适合从事长期投资的机会时，巴菲特发现，若运用现金资产进行套利，会比其他短期投资给他提供更大的获利空间。他说：“实际上，任何投资者都可以通过套利活动获取类似的、能够在股市中胜出的收益。”事实上，在过去30多年来，巴菲特活跃地投资在各种类型的套利行为中，他估计年平均税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前报酬在25%。这些都是真实且可以查证的。

早期时，巴菲特合伙公司每年以将近40%的公司资金投资于套利行为。而在1962年最黑暗的年代，整个市场都下跌的情况下，巴菲特合伙公司就是靠套利方式获利度过黑暗时期的。他们让公司获利13.9%，而当时道·琼斯指数曾悲惨地下跌了7.6%。巴菲特合伙公司于1962年在一般操作上的投资确实曾遭受了损失，之后借着套利获利而扭转乾坤。

虽然有各种套利类型，但巴菲特已相当熟悉格雷厄姆所称的现金交易或清算。这种套利行为，就是一家公司将整个企业卖断给其他企业或打算清算，并将所得分配给持股人。

1988年，当RJR纳比斯科管理部门宣布出卖这家公司时，巴菲特以2.818亿美元购得RJR纳比斯科334.2万股的股票，就是一个足以说明将整个公司销售给其他企业的好例子。收购通用动力的股票，就是巴菲特在该公司发表将对特定事业财产进行清算，并分配给股东们之后才做的决定。

投资机会的产生，是由于套利者趁机赚取，公司宣布出售或清算的价格与公司股票在宣布出售或清算前的市价价差。举例来说，X公司宣布将在未来的某一天，以每股120美元的价格卖出所有的股票给Y公司。但套利者有办法在接近移转日前，以每股100美元买入股票，如此一来套利者就能够每股获利20美元，即市场价格100美元与售出价格120美元间的价差（120美元－100美元＝20美元）。问题是，套利者如何掌握接近移转的时机，而能够以120美元的价格卖出并每股获利20美元？

所以说，最大的症结就在于时间。收购的日期与转移日期间相距愈久，套利者的年回报率就愈小。

假设你每股支付了100美元，而该公司将在12个月内以每股120美元卖出，则你的获利是每股20美元，同时税前年回报率将为20%。但若是因为某些复杂的因素，致使移转迟迟不发生，比方说拖延了两年，那么你的税前年回报率将会降为10%。同样地，如果你够幸运，移转发生在六个月内而不是十二个月，那么你的税前年复利报酬率将激增为40%。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 格雷厄姆的套利公式在巴菲特身上的体现

对于套利，巴菲特的措词相当的谨慎："在可能的范围内，我将继续投资于某些交易，这种交易至少会部分地免除股市整体走势所带来的影响。"

格雷厄姆指出，在套利的个案中，假设该证券是在正式公告前买入者，将可获致较高的利润。格雷厄姆同时指出，若是在正式公告后但完成承销前，则利润的差价会介于股票市场的价格以及公告的卖出价格之间。巴菲特认为这种类型的套利是最有利可图的。

有鉴于投资的复杂性以及套利中可能产生的各种变数，格雷厄姆发展出一套通用的公式来计算个别移转个案中的潜在利润。他将这套公式教授给巴菲特，而这套公式就是：

$$年度报酬=\frac{CG-L\ (100\%-C)}{YP}$$

其中 G 为事件成功时可预期的利益；L 为事件失败时可预期的损失；C 为可预期的成功机会，以百分比表示；Y 为该期握有股票的时间，以年为单位；P 为该证券目前的价格。

这个公式可以计算出损失的可能性，适用于各种类型的移转。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1982年2月13日，贝耶克雪茄公司（Bayuk Cigars Inc）宣布已获得法院核准，将该公司雪茄的经营业务以1450万美元，也就是每股将近7.78美元的价格卖给美国梅兹生产公司。同时声明将会进行清算，并将其中卖出所得分配给股东。声明发表后不久，巴菲特以572907美元，也就是每股5.44美元的价格购得贝耶克雪茄公司5.71%的问题股票。巴菲特就是以当时市价的每股5.44美元，套取将来贝耶克公司出售后分配给股东股价间的差额，该股价预估为每股7.87美元。

将格雷厄姆方程式套用在这次的套利情况上，首先巴菲特得估算他所预估的每股收益。这项收益仅可能来自出售后分配到的股价，也就是每股7.87美元，而巴菲特支付出去的市场价格是每股5.44美元，因此巴菲特的预期利益就是每股2.43美元（7.87美元－5.44美元＝2.43美元）。

接着将预期利益2.43美元乘以预期的成功概率。在这个案例中，因为已经正式发表，同时经过法院核准，所以发生意外的概率微乎其微，也就是说，巴菲特可以将成功率或者说是交易将会进行的机会设定为90%。巴菲特若将他所预期的利益——每股2.43美元乘以90%，会得到2.18美元，实际结果看成功的机率而定。

巴菲特也计算出万一移转未发生时将会损失的金额。若该项出售计划取消，那么每股的价格将可能会跌回公告出售前的价格。若出售计划未执行，则贝耶克雪茄公司的股价将回跌至每股4.50美元，这个价格是发表出售和清算声明前的市场价格。换句话说，巴菲特以每股5.44美元买进的股票，跌到4.50美元，巴菲特每股将亏损0.94美元。

请记住，巴菲特同时也要计算出亏损的概率。这只将100%减去成功率的90%就可算出，也就是该项移转计划将会有10%的概率不会发生。现在，将估计的损失0.94美元乘以10%，则估算出巴菲特的亏损为0.09美元。

紧接着巴菲特要算出移转进行所需的时间，该公司必须在会计年度当中完成资本清算的动作，否则将有增值税的问题。因此巴菲特可以估算何时发生、何时出售，同时这项程序将在当年度内完成。因为巴菲特设定一年内将会出售且清算。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以下就是将格雷厄姆公式运用在贝耶克雪茄的情形：

G＝2.43美元，事件成功时可预期的利益；

L＝0.94美元，事件失败时可预期的损失；

C＝90%，可预期的成功机会，以百分比表示；

Y＝1年，预期持有股票的时间，以年为单位表示；

P＝5.44美元，该证券目前的价格；

$$\text{年度报酬}=\frac{90\% \times 2.43-0.94\ (100\%-90\%)}{1\times 5.44}\times 100\%=38\%$$

如果贝耶克公司的移转和清算按照原定计划进行的话，巴菲特可由此计算出他的年回报率为38%。就短期信托资金投资而言，报酬率可算相当的优厚。

巴菲特操控过各种不同类型的套利机会。除了贝耶克与RJR交易外，在套利的前题下，他还购买过诸如德州国家石油、艾勒吉斯、克劳福等多家公司。有时他在一年内可能同时有20多件不同的套利个案，有时候却可能一件也没有。

根据以往的经验来看，巴菲特发现，在套利的范围中，要先明了真正的财富会产生于移转的日期。这项投资会在这个特定的日期达到最佳利益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 巴菲特的套利原则

套利交易的特殊性，决定了投资者在“套利”时应当遵守一定的原则，在这些原则的指引下，投资者可以更加熟练、放心地用“套利”的方法获取利润。

巴菲特说：“不要把利润过分寄托在套利交易上。市场一般会对一支股票做出同正确定价一样多的错误定价。”根据他的套利经验，我们总结出以下原则。

（1）投资于“现价”交易而不是“股权交易”，并且只有在消息正式公布后才进行交易。一个现金形式的50美元报价是应当优先考虑的。因为这时交易具有固定的交换比率。这就可以限定目标股票下降的可能。一定要避免有可能使你的最终收益低于原始报价的交易。假定一家股票市值为50美元的公司准备交付1.5份股票，如果到交易结束时股价降到30美元，那么你最终只能得到45美元。

（2）确定你的预期收益率的下限。在介入一次并购交易之前，要计算出潜在的利润和亏损以及它们各自发生的概率。然后确定完成交易所需要的时间以及你的潜在的年度收益。避免那些无法提供20%～30%或者更高年度收益的交易。

（3）确保交易最终能够完成。如果交易失败，目标股票的价格就会突然下降。许多因素都可以使交易告吹，这些因素包括政府的反垄断干预、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购商的股票价格突然下跌、决策者们在补偿问题上的争执或者任何一家公司的股东们投票否决了并购计划。某些并购，包括那些涉及公用设施或者外国公司的交易，可能要用一年以上的时间才能完成，这就会在相当长的时间内套牢你的资金。

（4）如果你决定介入“股权合并”交易（目标公司的股东接受收购公司的股份），一定要选择那些具有高护价能力的交易。在交易被宣布之后，并购活动应该能够确保目标股票的价格不至于下降。一般来说，收购者会根据自身的股票价格提供一个可变动的股份数额。

（5）不要把利润过分寄托在套利交易上。市场一般会对一支股票做出同正确定价一样多的错误定价。盲目地选择一桩交易，在长期内可能只会得到一般水平的收益。你必须养成良好习惯，对所有相关的事实进行仔细的研究。当市场价格与并购价格差距很大时，就表明参与者们正在为交易失败感到忧虑，一些人或许已经获悉了有关交易将无法继续进行的信息。

（6）不必担心用保证金来购买套利股份（也就是借钱），如果你能够确信交易必然成功的话。如果你能经常通过融资来收购套利股份，就可以进一步增加投资组合收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 准确评估，慎重行动

在近几年里，大多数套利运作涉及善意或恶意的收购。随着收购狂潮的蔓延，随着反托拉斯的挑战几乎不复存在以及随着买价常常只上不下，套利活动极度繁荣，套利者也收获颇丰。他们不需要特别的才能就能干得好。

如何评估套利条件呢？巴菲特认为必须回答下面四个问题：

(1) 预期事件发生的概率有多大？

(2) 你的现金可允许被套牢多久？

(3) 出现更好的事情的可能性有多大——比如一个更有竞争力的购并报价。

(4) 如果因为反托拉斯诉讼、财务上的差错等，当预期事件没有发生应如何处理？

为了帮助投资者进一步了解对套利条件的评估，巴菲特提到了关于伯克希尔如何以阿卡他公司来套利的故事。

1981 年，阿卡他公司同意将公司卖给一家靠举债收购企业的公司，(KKR，Kolhberg Kravis Robert & Company)。阿卡他当时的经营范围包括森林产品和印刷。除此之外，在 1978 年，美国政府从阿卡他取得超过 4000 公顷的红木林地，以扩大红木国家公园的范围。政府以分期付款的方式付给阿卡他公司 9800 万美元，再加上利息为 6% 单利的流通在外债券给阿卡



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他。公司抗议政府以不合理的低价购买这块土地，而且6%的单利也太低了。1981年，阿卡他公司的价值是它本身的业务及政府潜在的投资。KKR提议以每股37美元的价格购买阿卡他公司的股票，再加上政府支付阿卡他公司总金额的2/3。

巴菲特认真分析了KKR购并阿卡他公司的行动。他提到，过去KKR筹措资金的经验相当成功，而且如果KKR决定停止并购交易，阿卡他公司会另寻其他的买主。阿卡他公司的董事会已决定卖掉公司。最后需要回答的问题是比较困难的，即被政府强制征收的红木林到底值多少钱？巴菲特认为，“无法分辨榆树和橡树的人，反而能冷静地评估所有的报价。”

伯克希尔在1981年的秋天，以每股33.5美元的价格开始收购阿卡他公司的股票。在11月30日之前，伯克希尔已拥有40万股，大概是阿卡他5%的股份。1982年1月，阿卡他和KKR双方签署正式契约，在这同时，巴菲特以每股接近38美元的价钱，为伯克希尔增购了25.5万股的阿卡他股票。尽管交易事项很复杂，巴菲特仍愿意以超过KKR每股37美元的价格收购阿卡他的股票，显示出他认为政府对于红木林的补偿支付价值会超过零。

几星期之后，交易开始进行。首先，尽管巴菲特曾经假定KKR当时有筹措资金的困难。当时房地产产业正在暴跌，所以银行提供贷款是非常小心的。阿卡他公司的股东会议被延迟到四月。因为KKR不能安排所有资金的筹措，所以他们提供阿卡他公司每股33.50美元的低价。阿卡他公司的董事会拒绝了KKR的提议。到了3月，阿卡他公司接受了其他公司的竞价，而以每股37.50美元卖掉公司，再加上一半潜在的政府诉讼补偿。伯克希尔从2290万美元的阿卡他投资中，得到170万美元的利润，相当于每年15%的报酬率，这是令人相当满意的利润。

多年之后，伯克希尔公司终于收到了期待已久、政府支付给阿卡他公司的分期款。在诉讼期间法官指定了两个委员会，一个负责决定红木林的价值，第二个负责决定适当的利率。1987年1月，第一项决定宣布红木林的价值为2.757亿美元，而非9790万美元。第二项决定宣布适当的利率应该是14%，而不是6%。法院判定政府应该付给阿卡他公司6亿美元。政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府继续上诉，但最后决定付出5.19亿美元。1988年，伯克希尔公司收到1930万美元，或阿卡他公司每股29.48美元的额外收入。

大多数套利者可能每年参与50次或更多次的交易，而巴菲特只寻找一些重大的财务交易事项。他限制自己只参与公开且较友善的套利交易。他拒绝利用股票从事可能会发生接收或绿票讹诈的投机交易。虽然多年来他从未计算过自己的套利绩效，但是巴菲特算出伯克希尔公司平均每年的税后获利率大约是25%。因为套利时常用来取代短期国库券，因此巴菲特的交易欲望常随着伯克希尔现金存量的起伏而变动。他解释说，更重要的是，套利交易使他免于松动他自行设定的严厉长期债券投资标准。

由于伯克希尔公司在套利上的成功，股东可能会猜测，巴菲特是否曾经迷失于这个策略中。一般公认，巴菲特投资所得的利润远比他预期的要好，但是在1989年之前，套利的前景正在改变。举债收购引发市场上对资金的需求过剩，使市场成为无法驾驭的狂热环境。巴菲特不知道贷方和买方何时会清醒。但是当别人眼花的时候，他总是慎重地采取行动。当UAL的收购行动崩溃瓦解之时，巴菲特正从套利交易中抽身，借助可转换特别股的出现，伯克希尔公司很容易地从套利交易中跳脱出来。就像巴菲特所说的："无法分辨榆树和橡树的人，反而能冷静地评估所有的报价。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 并购套利的巨大收益

在20世纪50～60年代管理他的私人合伙事务期间，巴菲特曾数十次投资于套利交易，他意识到了通过把收益率较低的交易汇集在一起就有可能产生丰厚的收益。最重要的是，巴菲特似乎是通过套利交易来使他的客户们的资产免受股市变幻的冲击。

1926～1956年，巴菲特的恩师本杰明·格雷厄姆把套利作为他的教学及投资管理活动的基石来看待。格雷厄姆告诉他的客户们，他们的一部分资金将被用于短期盈利，以获取某些非理性的差价。这些短期盈利机会包括重组、清算、涉及可转换债券及优先股的套期保值以及并购。

在格雷厄姆早期的投资活动中，有一个套利行为的经营范例，1915年，当时他21岁，他买入了古根海姆公司的股份，这是一家控股公司，每股价值为69美元。古根海姆在4家铜矿公司中拥有小部分股份，这4家公司是凯尼科特公司、奇诺铜业公司、美国冶炼公司以及雷氏联合公司。古根海姆合计的股份超过了每股76美元。因此，在账面上，一个投资者仅以69美元的价格就获得了价值76美元的资产。格雷厄姆认为，这种情况不可能无限期地保持下去。因为古根海姆的股价必定要涨到至少76美元，这就使他有十足的把握赚取每股7美元的利润。

并购套利的运作，实际上是在试图获得股票的市场价格与交易的市场价格之间的差价。交易价格就是一个公司并购另一个公司时支付的价格。例如，A公司或许会以每股85美元的价格买入B公司。如果B公司每股的市价为80美元。那么一个投资者就可以买入B的股票，并一直持有到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交完达成时再卖给 A 公司。这样他就会锁定一个 5 美元的利润。5 美元的利润表示你的 80 美元的投资带来了百分之六点二五的收益。如果 B 公司的股价跌到 80 美元以下，潜在的收益就更高了。

并购套利的妙处在于可以使投资者的年收益最大化并使你的损失降到最小程度。公司通常会封锁何时达成交易的信息，这对投资者的收益会产生重大影响。在上面的例子中，5 美元的利润意味着 12.9% 的年收益，如果交易恰好在你购买后的六个月内完成。如果交易在四个月内进行，你的年收益将超过 20%。这是相当吸引人的。一旦交易结束，从 A 公司收回了资金，投资者就可以把收入投入到能够产生类似盈利机会的另一笔交易中。

如果投资者能够在三个月内完成的一系列连续交易中使收益率达到 10%，假定投资者把此前的每一笔交易的利润都进行再投资，那么投资者的复利收益在整个年度将达到惊人的 46.4%（见下表）。

交易完成期 / 复利年收益(%) / 贴现率(%)	1 个月	2 个月	3 个月	6 个月
2	26.8	12.6	8.2%	4.0%
3	42.6	19.4	12.6	6.1
4	60.1	26.5	17.0	8.2
5	79.6	34.0	21.6	10.3
6	101.2	41.9	26.2	12.4
7	125.2	50.1	31.1	14.5
8	151.8	58.7	36.0	16.6
9	181.3	67.7	41.2	18.8
10	213.8	77.2	46.4	21.0
11	249.8	87.0	51.8	23.2
12	289.6	97.4	57.4	25.4
13	333.5	108.2	63.0	27.7
14	381.8	119.5	18.9	30.0
15	435.0	131.3	74.9	32.3



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的机会并不少见，在华尔街每天公布的十项至二十项并购中，其中一些就蕴藏着惊人的获利机会，等待着具有慧眼的投资者们发现它们。巴菲特在谈到他的套利交易时显得有些谨慎，只是说他在做（尤其是在他找不到什么好的业务时）并将继续做下去以及到目前为止做得还不错。

“我们有时把从事套利交易作为持有短期货币市场证券的一种替代，”他在 1988 年对股东们做的年度报告中这样写道，“当然，我们会优先考虑做一些重要的长期交易。但是除了这些好的交易之外，我们经常还有一些剩余的资金。在这样的情况下，套利交易经常会获得高于国库券的收益。并且，同样重要的是，这可以使我们克服降低长期投资收益标准的念头（每当我们谈论完一笔套利交易之后，查理的结束语往往是这样的：好吧，至少这可以使你免得做牢）。”

应该说，为了获取（但是采用了非法的手段）巴菲特通过合法的并购套利就能取得的收益，不少投资顾问们以身试法。巴菲特写到，在 1926 ~ 1956 年，格雷厄姆通过套利交易获得了 20% 的年收益，这个结果超过了道·琼斯工业股票的收益。1988 年，巴菲特宣布他自己来自于套利的收益到目前为止平均已经远远超过格雷厄姆的百分之二十水平。

在 20 世纪 50 ~ 60 年代管理他的私人合伙事务期间，巴菲特曾数十次投资于套利交易，他意识到了通过把收益率较低的交易汇集在一起就有可能产生丰厚的收益。最重要的是，巴菲特似乎是通过套利交易来使他的客户们的资产免受股市变幻的冲击。通过把客户们的部分资本投入到并购套利交易之中，他获取了非凡的收益，而且不必担心股市的整体走势，巴菲特通过套利交易可以确保股东价值得到提高或者至少不下降。

由于确保了相当部分的客户投资免受风险，巴菲特就可以把他们持有的其余股份集中投入到少数几种股票之中。1960 年 2 月，他告诉他的客户们，他们 35% 的资金被投入到一种股票中（他拒绝说出是哪一种），其余的资金投入到某些被低估的股票以及并购套利交易中。

他总结自己的并购套利经验道：“如果每笔交易都对你有利的话，把一连串的套利交易汇集在一起，投资者就可以把收益较低的每笔交易最终变成一个获利丰厚的年收益。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总的来看，并购套利构成了巴菲特合伙资产的第二大要素。巴菲特很少告知投资者们他正在操作的套利交易的具体形式，但是他会公开他正在运作的交易的规模以及他采取融资手段进行某些交易。

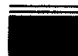
在任何时候，我们都或许会涉及 10～15 项此类交易，一些可能刚刚开始运作，而另一些可能已到了交易过程的最后阶段。我确信通过融资来弥补我们的一部分套利资产是可行的。因为在涉及最终效果和交易过程中市场走势方面，这种行为都具有很高的可靠性。

在 1999 年的伯克希尔·哈萨威年会上，巴菲特被问道，如果他以一个初出茅庐的合伙人身份重新开始他的事业，他能否确信会在股市中继续胜出。巴菲特自信地说，他可以做到。他会选择交易那些不知名的股票并且从事套利交易。他对听众们说，他可以的出十几个人（包括他自己）可以使 100 万美元的投资获得每年 50% 的复利收益。

巴菲特把套利同其他大多数交易一样看做是一种数学练习。这里的潜在结果是投资的“加权期望收益”，把风险的上限和下限考虑在内。“如果我认为事件发生的概率为 90%，并且作为上限的取值为三点；而事件不发生的概率为 10%，作为下限的取值为九点，那么用 2.7 美元减去 0.9 美元，就可以得到数学期望为 1.8 美元。”巴菲特在 1990 年这样说道。

例如，假定人民软件被收购者报价每股 20 美元，而股票的市价为 17 美元——相对于交易价格有一个三个百分点的折扣。运用巴菲特的分析，我们进一步假设交易成功的概率为 90%（可以赚 3 美元），如果交易失败潜在的损失为 9 美元，那么加权期望收益为 1.8 美元［（0.9×3 美元）－（0.1×9 美元）］。这表示 17 美元的投资可能获得 10.6% 的收益率。如果交易在一年内完成，你的年收益率就是 10.6%。如果只需六个月完成，年收益率就达到了 22.3%。

做并购套利取得两位数的短期收益是常见的事。1999 年 4 月，全球交互公司向边缘公司发出了接管报价，希望将其电信业务扩展到整个大陆。在交易结束时，Frontier 的股东们将得到价值 62 美元的全球交互公司股票作为交换。然而，Frontier 的市值通常低于 62 美元价格的 10%～20%。交易者们对并购失败的焦虑超过了在全球交互公司保证下的交易的吸引力。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并购在 1999 年 9 月成功地完成了，那些在 Frontier 股票周期性波动中占尽先机的投资者们锁定了三位数的年收益。

正是在这些非理性的交易时期，像巴菲特这样的投资者们才开始介入。敏锐的投资者始终在注视着事物的发展动态，他们能够快速进入，以 45 美元的价格买入 Frontier 股票，并在三个月至四个月之内锁定潜在的 17 美元收益。这意味着 45 美元的投资将得到 38% 的收益。而且根据交易结束的时间不同，年收益率将达到 102% ~262% 。

1999 年 5 月，在收到了来自纽荷兰 NV 公司每股 55 美元的接管报价后，Case 的股价也同样表现出了非理性的变动。两个月之后，在互联网的聊天室中谣言四起，散布交易即将告吹，Case 的股票猛跌至 44 美元。这对于精明的投资者来说就出现了以 44 美元的投资锁定 11 美元收益的良机——对于愿意等上短短几个月到交易达成的投资者们来说，可能有一个 25% 的收益。

经验表明，大多数并购交易都充满了非理性成分。在发布消息的当日，目标公司的股票通常会迅速上涨，可以达到低于报价 4% ~6% 的水平。在随后的几天或几周内，股票价格有可能重新回落，因为许多投资者会沉不住气，决定不再待售股份，而是取得眼前利益。他们的抛售为巴菲特渴望的高收益带来了机会。一定要记住，股价并不需要多大回落就可以使一项套利交易获利丰厚。如果 C 公司想以每股 20 美元的现金价格买入 D 公司，D 公司的市值为 19 美元，那么你的潜在收益仅为 5.3% 。如果 D 公司的股票仅仅下降 50 美分而达到 18.5 美元，那么套利利润就增至 8.3% 。如果交易在 3 个月之内结束，你的年收益率就将达到 37.6% 。

1990 年，《福布斯》杂志发掘出了伯克希尔·哈萨威的保险子公司向州管理部门呈报的财务档案，试图全面掌握巴菲特每年的套利活动。他们搜寻保险记录是因为伯克希尔的保险公司为巴菲特提供了进行新投资所需的大部分资金。例如，《福布斯》发现，1987 年，巴菲特从事了大量并购套利交易，使伯克希尔的投资组合在高度变化的市场上保持了增长。有趣的是，巴菲特大幅度地削减了在伯克希尔的资产组合中持有的普通股票的数量。因此，当普通投资者们在普通股票上赔钱时，巴菲特却主要仰仗非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常规的投资来保持盈利。那一年，巴菲特从事的并购套利交易涉及卡夫、RJR—纳贝斯克以及菲利普·莫里斯，还有那些不太知名的公司，如玛利恩中央公司、Fedrated 公司以及英特科公司。他在十天之内把购买 Southland 的270 万美元变成了330 万美元，年收益率超过了700%。在总体水平上，《福布斯》估计巴菲特的套利交易在 1987 年的平均收益率达到了90%，而标准普尔 500 指数收益率仅为 5%。

1988 年，巴菲特共进行了 20 次不同的购并套利交易，收益率达到35%，超过了标准普尔 500 指数收益的两倍。在随后的一年里，巴菲特却没有像《福布斯》杂志所报告的那样幸运，在并购套利中，他损失了31%。他没有向股东们透露这些损失。但是却在前一年告知他们他计划在1989 年减少套利投资，因为在并购领域出现了“极度的过剩”，“别人做事越不谨慎，我们自己做事就应当越谨慎。”他写道。尽管如此，巴菲特在那一年还是把他在刚 RJR—纳贝斯克中的部分套利投资转让给了证券经纪商科博。卡利·罗塞特公司，并在市场上售出他的其余股份，获得了6400 万美元利润。

巴菲特的行为并不孤独。全世界有数百位专业投资者对涉及并购的股票进行着即时的投机。他们几乎不做别的事情，只是坐在终端前面收看宣布并购消息的有线新闻。每当一条消息在屏幕上闪过，他们马上会对交易进行即时分析，形成战略并采取行动。根据目标的不同，他们或者会在数小时，或者数天内结束交易。一些投资者则会持有他们的股份直至并购完成，再收回资金或者股份。

然而，一切迹象表明，没有任何人能够像巴菲特那样成功地在交易中获利，因为他只从事“稳操胜券”的交易，而这种交易在现在所宣布的并购中变得越来越少。巴菲特同样也具有极大的耐心。“投机者们”需要通过交易来证明自己的存在，他们一般倾向于以最快的速度对尽可能多的交易做出反应，有时会在公司发布全部的并购细节之前就开始行动。然而巴菲特会在每年宣布的数百项并购中精挑细选出少数几项交易。他更有可能会对交易进行彻底的研究，并等待目标股票暂时回落来锁定可靠的高收益。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特与其他“投机”专家们的区别还在于，他几乎总是以普通持股者的身份出现。他总是在并购宣布后才进行交易，而不是运用他的影响及财力来迫使交易发生（20世纪80年代，这是套利商们的典型做法），他也决不会投资于虚假并购。巴菲特的主要目标是从差价中获取利润，而不是为了控制公司并强制经营转换。他对获取资产以进行拆分也不感兴趣。他认为，他的角色只是在利用这些交易所体现的诱人的数学运算方法。交易本身与巴菲特毫无关系，因为他很少关心他所交易的公司。他只是在搜寻不同寻常的获利机会，并猛扑过去。

那些试图证明在股市中可以稳操胜券的投资者们，只需查看巴菲特及格雷厄姆始于20世纪20年代的惊人的套利记录就足够了。在巴菲特的案例中，很明显，推动其年收益超出一个老练的投资者预期水平的一个至关重要的因素就是并购套利，事情就是这样简单，也是最值得称道的。巴菲特在其1982年度报告中这样说：“在我看来，格雷厄姆·纽曼公司、巴菲特合伙业务以及伯克希尔连续63年的套利经验表明，有效市场理论是多么的愚蠢，少数几个幸运的例子并不能改变这样的结论，我们不必去发掘那些令人困惑的事实或者挖空心思地去探究有关产品与管理的奥秘——我们只是去做那些一目了然的事情。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 只投资已经公告转移的公司

所谓的套利基本上就是一项掌握时效的投资。因为所赚取数额是固定的，所以握有股票时间的长短就成为税前年回报率的关键。期限愈短，代表税前年回报率愈大，期限愈长，则税前年回报率就愈小。

巴菲特在批评投资者非理性的“套利”行为时说：“有哪种笨蛋会去投资根本还没公告的移转行为？用脑子想一想？你猜对了，就是华尔街！没错，他们就是用脑过度，打着如意算盘，以为他们能够从传闻濒临被接收的公司中获得巨利。听信传言行事，虽然可能获得巨额利益，但同时意味着须冒极大的风险。”

进行这种类型的投资有一些特定的风险。其中之一就是先前讨论过的，移转时间可能比预期的还长。其次是，最后移转失败，通常我们会说，这是倒霉到家的事。有千百万个理由会导致公司的移转比预计的时间久，或是终究移转不成。任何事都足以坏事。

巴菲特保护自己免于风险的方法就是只投资已经公告移转的公司。这听起来很平常，却是最明智的做法。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在处理过近百件套利事件之后，巴菲特发现，几乎所有的年回报率都在25%，这样的获利率通常比起年回报率近100%的个案更有利可图。华尔街那群金融家们可能会听从传闻行事，但巴菲特却只会在正式公告出售或合并之后才会着手进行投资。

在巴菲特合伙公司时期，1957~1969年间，巴菲特曾经提出，套利的投资行为每年将会为公司带来持续且巨额的利润，并且在市场下挫的年度里，让公司有更大的竞争空间。当证券市场走空时，股东们和管理部门会开始忧虑公司股票下跌，因此多数倾向于卖出、清算或者进行某部分的重整。如此一来，当市场开始崩盘，投资人的套利机会就开始增多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 主观概率法预测风险套购

根据《杰出投资家文摘》的报道，巴菲特对风险套购的看法与商学院学生的看法是一致的。巴菲特解释道："我已经做了40年的风险套购，我的老师格雷厄姆也做了30年。"有些投机家对未宣布的企业并购也采取套购的做法，但巴菲特说："我的职责是分析这些事件实际发生的概率，并计算损益比率。"

巴菲特看到了宣布合并的消息后，首先他试图分析消息的确定性。有些企业合并的买卖并未能最终实现。董事会可能会出人预料地拒绝合并，或者美国联邦贸易委员会会发出反对的声音。没有人能够十分有把握地说这笔风险套购交易将最终实现。这就是风险所在。

巴菲特的决策过程就是运用主观概率的方法。他说："如果我认为这个事件有90%的可能性发生，它的上扬幅度就是3美元，同时它就有10%的可能性不发生，它下挫的幅度是9美元。用预期收益的2.7美元减去预期亏损的0.9美元就得出1.8美元（$3\times90\%-9\times10\%=1.8$）的数学预期收益。"

下一步，巴菲特请你必须考虑时间跨度，并将这笔投资的收益与其他可行的投资回报相比较。如果你以每股27美元的价格购买阿伯特公司，按照巴菲特的计算，潜在收益率为6.6%（1.8美元除以27美元）。如果交易有望在六个月内实现，那么投资的年收益率就是13.2%。巴菲特将以这



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个风险套购收益率与其他风险投资收益进行比较。

风险套购交易是具有亏损风险的。“我们愿意在某些交易中亏本——比如风险套购——但是当一系列类型相似但彼此独立的事件有亏本预期概率时，我们是不情愿进入这类交易的。”“我们希望进入那些概率计算准确性高的交易。”

我们可以清楚地看出巴菲特对风险套购预测采用的主观概率法。在风险套购中没有频率分布，每笔交易都是不同的，每次情况都要求不同的预测判断。即使如此，使用一些数学运算对风险套购的运作还是大有益处的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“经验显示，经营盈利能力最好的企业，经常是那些现在的经营方式与五年前甚至十年前几乎完全相同的企业。当然管理层决不能够过于自满。企业总是不断有机会进一步改善服务、产品线、生产技术等方面，这些机会自然要好好把握。但是，一家公司如果经常发生重大变化，就可能会因此经常遭受重大失误。推而广之，在一块动荡不安的经济土地之上，是不太可能形成一座固若金汤的城堡似的经济特许权，而这样的经济特许权正是企业持续取得超额利润的关键因素。”

——沃伦·巴菲特

第六章 安全投资，永不赔钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 越保守越可靠

巴菲特坦诚地承认：“查理和我承认，我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但这也只限于一个价值区间，而决非那些貌似精确实为谬误的数字。”

巴菲特坦诚地承认：“查理和我承认，我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但这也只限于一个价值区间，而决非那些貌似精确实为谬误的数字。”

“我们永远不可能精准地预测一家公司现金流入与流出的确切时间及精确数量，所以，我们试着进行保守的预测，同时集中于那些经营中意外事件不太可能会为股东带来灾难性恐慌的产业中。”

价值评估的最大困难和挑战是内在价值取决于公司未来的长期现金流量，而未来的现金流量又取决于公司未来的业务情况，而未来是动态的、不确定的，预测时期越长，越难准确地进行预测。正如巴菲特所说：“价值评估，既是艺术，又是科学。”非常准确地预测是一种艺术，但满意地进行预测以满足投资决策的要求是一门科学。大致准确的价值评估并不影响内在价值在投资决策中的作用。

巴菲特向投资者建议说：“无论谁都可能告诉你，他们能够评估企业的价值，你知道所有的股票价格都在价值线上下波动不停。那些自称能够估算价值的人对他们自己的能力有过于膨胀的想法，原因是估值并不是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件那么容易的事。但是，如果你把自己的时间集中在某些行业上，你将会学到许多关于估值的方法。”

巴菲特认为，由于公司未来长期现金流量的数量和时间难以预测，只能进行保守的预测，而且只是在偶然情况下，少数公司的股价才会低于对其未来现金流量最保守的估计而计算出来的最保守的内在价值。巴菲特认为，要想给出未来现金流量出现的时间和数量这两个变量的具体数值是一个非常困难的任务。；想要使用这两个变量的精确值事实上是非常愚蠢的，找出它们可能的区间范围才是一个更好的办法。一般情况下，对这两个变量的估计往往不得在很大的区间范围内，以至于根本得不出什么有用的结论。但在某些偶然情况下，即使对未来树林中可能出现的小鸟数量进行最保守的估计，也会发现价格相对于价值太低了。我们把这种现象称之为无效树丛理论。可以肯定的是，投资人要想得出一个证据充分的正确结论，需要对公司经营情况有大致的了解，并且需要具备独立思考的能力。但是，投资者既不需要什么出众的天才，也不需要具备超人的直觉。另一个极端，就是在很多时候，即使是最聪明的投资人都没有办法提出小鸟确实会出现的证据，即使是在最宽松的假设下仍是如此，这种不确定性在考察新成立企业或是快速变化的产业时经常发生。在这种情况下，任何资本的投入都属于投机。

巴菲特说：“在伯克希尔公司我们从来没有试图要从无数个其价值未经证实的公司中挑出几个幸运的胜利者，我们根本没有聪明到这种程度，对此我们很有自知之明。相反，我们试着运用伊索寓言中提出的具有2600年悠久历史的公式，寻找那些我们有合理的信心来确定有多少只小鸟在树林中以及它们何时会出现的公司（或许以后我的孙子可能会把这个公式改为一个敞篷车上的女孩胜过五个电话簿上的女孩）。显然，我们永远不可能精准地预测一家公司现金流入与流出的确切时间及精确数量，所以，我们试着进行保守的预测，同时集中于那些经营中意外事件不太可能会为股东带来灾难性恐慌的产业中。即便如此，我们还是常常犯错，大家可能还记得我本人就曾经自称是相当熟悉集邮、纺织、制鞋以及二流百货公司等产业的家伙。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克希尔公司的保险业务主管迈克尔·A．戈德堡曾这样描述巴菲特追求确定性的方法：“他总是在权衡他所听到的一切信息：它前后一致吗？可靠吗？有什么错误吗？他的大脑中有一个关于整个外部世界的模型。这个模型会把每一个新的信息与他已经处理过和了解过的信息进行比较，然后思考所有这一切对他来说意味着什么。”

有人问巴菲特如何评估一个企业的价值，巴菲特回答说：“我的工作是阅读。”

巴菲特首次对保险公司 GEICO 产生投资兴趣时，他是这样做的：“我阅读了许多资料。我在图书馆待到最晚时间才离开……我从 BESTS（一家保险评级服务机构）阅读了许多保险公司的资料，还阅读了一些相关的书籍和公司年度报告。我一有机会就与保险业专家以及保险公司经理们进行沟通。”

巴菲特阅读最多的是企业的财务报告。他阅读所关注的公司年报，他也阅读它的竞争对手的年报，这些是他最主要的阅读材料。巴菲特三十九年来在伯克希尔公司年报中写给股东的信中，对企业会计报表的财务分析能力让人无比佩服。

巴菲特认为，分析企业会计报表是进行价值评估的基本功：“当经理们想要向你解释清楚企业的实际情况时，可以通过会计报表的规定进行。但不幸的是，当他们想弄虚作假时，起码在一些行业，同样也能通过报表的规定来进行。如果你不能辨认出其中的差别，那么，你就不必在资产管理行业中混下去了。”

巴菲特看待上市公司信息披露的态度也与众不同：“我看待上市公司信息披露（大部分是不公开的）的态度，与我看待冰山一样（大部分隐藏在水面以下）。”

巴菲特给阅读企业财务报告的投资者提出了以下三个建议。

“第一，特别注意会计账务有问题的公司，如果一家公司迟迟不肯将期权成本列为费用，或者其退休金估算假设过于乐观，千万要当心。当管理层在幕前就表现出走上了斜路，那么在幕后很可能也会有许多见不得人的勾当。厨房里绝对不可能仅仅只有你看见的那一只蟑螂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，复杂难懂的财务报表附注披露通常暗示管理层不值得信赖，如果你根本就看不懂附注披露或管理层分析，这通常表明管理层压根儿就不想让你搞懂，安然公司对某些交易的说明至今还让我相当困惑。

最后，要特别小心那些夸大收益预测及成长预期的公司，企业很少能够在一帆风顺、毫无意外的环境下经营，收益也很难一直稳定增长。至今查理跟我都搞不清楚我们旗下企业明年到底能够赚多少钱，我们甚至不知道下一季的数字，所以，我们相当怀疑那些常常声称知道未来会如何如何的 CEO 们。而如果他们总是能达到他们自己声称的目标收益，我们反而更怀疑这其中有诈。那些习惯保证能够达到预测数字目标的 CEO，总有一天会被迫去假造这些数字。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 公司越稳定，估值越可靠

巴菲特非常强调公司业务的长期稳定性，“经验显示，经营盈利能力最好的企业，经常是那些现在的经营方式与五年前甚至十年前几乎完全相同的企业。

巴菲特在伯克希尔公司1988年股东大会上谈到价值评估时说，要想正确评估一个企业的价值，应该预测公司从现在开始的长期现金流量，再用一个适当的贴现率进行贴现，这是价值评估的正确方法。但问题在于你对未来现金流量预测有多大的把握。一些企业的未来现金流量容易预测，例如，自来水厂的现金流量就比建筑企业容易预测多了。巴菲特总是只关注那些未来现金流量容易预测的企业。

巴菲特非常强调公司业务的长期稳定性，“经验显示，经营盈利能力最好的企业，经常是那些现在的经营方式与五年前甚至十年前几乎完全相同的企业。当然管理层决不能够过于自满。企业总是不断有机会进一步改善服务、产品线、生产技术等方面，这些机会自然要好好把握。但是，一家公司如果经常发生重大变化，就可能会因此经常遭受重大失误。推而广之，在一块动荡不安的经济土地之上，是不太可能形成一座固若金汤的城堡似的经济特许权，而这样的经济特许权正是企业持续取得超额利润的关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

键因素。”

巴菲特在伯克希尔公司1982年及其后续的年报中多次重申自己喜欢的企业的标准之一，是具备“经证明的持续盈利能力”，因为他本人对预测未来收益不感兴趣。“查理提醒我注意，伟大企业的优点在于其巨大的盈利增长能力。但只有我对此可以非常确定的情况下我才会行动。不要像得克萨斯仪器公司或者宝丽来公司，它们的收益增长能力只不过是一种假象”。

格雷厄姆指出：“定价越是依赖于对未来的预期，与过去的表现结果联系越少，就越容易导致错误的计算结果和严重的失误。一个高市盈率的成长型股票，它的大部分价格构成来源于同过去的表现有着显著不同的预测结果——现有的增长可能除外。”

一般的做法是，根据真实的并且经过合理调整的公司历史收益记录，计算长期平均收益，以此为基础推断分析公司未来可持续的盈利能力。计算平均收益时，必须包括相当长的年份，因为长期的、持续和重复的收益记录总要比短暂的收益记录更能说明公司可持续盈利能力。

巴菲特在实践中主要采取以下两个指标来分析公司的长期经营记录。

（1）股东权益报酬率。

格雷厄姆和多德指出盈利能力的计算应是“平均收益”，即根据过去较长一段时期内实际获利收益的平均数形成的未来平均收益预期。这种平均收益并非简单的算术平均，而是“具有正常或众数意义的平均值，其内涵在于每年的经营结果具有明确的接近这个平均的趋势”。这种基于长期平均收益的盈利能力比当前收益更能反映公司长期价值创造能力。

巴菲特认为衡量公司价值增值能力的最好指标是股东权益报酬率。“对公司经营管理业绩的最佳衡量标准，是取得较高的营业用权益资本收益率，而不是每股收益的增加。我们认为，如果管理层和金融分析师们将最根本的重点不是放在每股收益及其年度变化上的话，公司股东以及社会公众就能更好地理解公司的经营情况。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在伯克希尔公司1982年及其后续的年报中多次重申自己喜欢的企业标准之一是“在少量负债或无负债情况下具有良好的权益投资收益率”。

对公司价值创造能力最基本的检验标准是使股本投资获得高水平的权益投资收益率，（当然是在没有不合理的财务杠杆和会计花招等情况之下），而不是每股盈利的持续增长。权益投资回报率表现了管理层利用股东投入资本的经营效率。

高水平的权益投资回报率必然导致公司股东权益的高速增长，相应导致公司内在价值及股价的稳定增长。集中投资于具有高水平权益投资回报率的优秀公司，正是巴菲特获得巨大投资成功的重要秘诀之一。

（2）账面价值增长率。

如果一个公司能够持续地以一个较高的速度提高每股盈利，那么就相应会导致每股账面价值以一个较高的速度增长。在长期内，账面价值的增长必须导致公司内在价值及股票价格按照相应的速度增长。巴菲特在伯克希尔公司1996年年报中指出：“尽管账面价值不能说明全部问题，但我们还是要给大家报告伯克希尔公司的账面价值，因为至今账面价值仍然是对伯克希尔公司内在价值大致的跟踪方法，尽管少报了许多。换言之，在任何一个年度里，账面价值的变化比率很可能会合乎逻辑地与当年内在价值的变化比率十分接近。”

美国股市100年来的实证研究表明，股票价格与净资产比率围绕其长期平均值波动。其最显著的表现是Q值的长期稳定性。Q值是诺贝尔经济学奖获得者詹姆斯·托宾于1969年提出的，指公司股票市场价值与公司净资产价值的比率，或者公司每股股票市场价格与每股净资产价值的比率。罗伯逊和赖特在论文《有关长期股票回报率的好消息与坏消息》中，用100年来美国股市的统计数据进行的统计检验表明Q值的平均值具有令人惊奇的长期稳定性，Q值呈现出明显的均值回归，即尽管短期内Q值会偏离其长期平均值，但长期内会向其平均值回归。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于每股盈利很容易受到许多因素的影响，公司管理层可以采用多种合法的会计手段来操纵盈利，因此，每股盈利经常不能准确地反映出公司价值创造能力。而账面价值的变化则相对稳定，不易受到众多因素的影响。因此，巴菲特将账面价值的变化，尤其是账面价值在长期内的稳定增长作为判断企业未来经营稳定性的指标之一。

所以，巴菲特说："价值评估的准确性取决于公司现金流量预测的准确性，而现金流量预测的准确性取决于公司经营的稳定性。因此，对于未来保守的估计，只能建立在公司稳定的长期历史经营基础上。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 内在价值的重要性

账面价值是一个会计概念，即由投入资本与留存收益所形成的财务投入的累积值。内在价值则是一个经济概念，是预期未来现金流量的贴现值。账面价值告诉你的是过去的历史投入，内含价值告诉你的则是未来的预计收入。

格雷厄姆强调证券的价值是内在的，将其称为“内在价值”。他在其名著《证券分析》中指出：“证券分析家似乎总在关注证券的内在价值与市场价格之间的差距。但是，我们又必须承认，内在价值是一个非常难以把握的概念。一般来说，内在价值是指一种有事实——比如资产、收益、股息、明确的前景——作为根据的价值，它有别于受到人为操纵和心理因素干扰的市场价格。”

巴菲特对内在价值的概念做了进一步发展和完善。他说：“内在价值是一个非常重要的概念，它为评估投资和企业的相对吸引力提供了唯一的逻辑手段。内在价值可以简单地定义为：它是一家企业在其余下的生命中可以产生的现金流量的贴现值。”巴菲特提醒投资者要注意会计上最大的价值误区：账面价值是历史投入，内含价值是未来所得，两者具有根本的不同。“账面价值是一个会计概念，即由投入资本与留存收益所形成的财务投入的累积值。内在价值则是一个经济概念，是预期未来现金流量的贴现值。账面价值告诉你的是过去的历史投入，内含价值告诉你的则是未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的预计收入。一个比喻能够使你清楚了解两者之间的不同。假设你花相同的钱供两个小孩读大学，两个小孩接受教育的账面价值（用财务投入来衡量）是一样的，但未来所获得的回报的现值（即内在价值）却可能有巨大的差异——从零到所支付教育成本的好几倍。同样如此，财务投入相同的公司，最终其内在价值却会有巨大的差异。”

在《投资价值理论》中，约翰·伯尔·威廉姆斯提出了价值计算的数学公式，这里我们将其精练为：今天任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余使用寿命期间预期能够产生的，以适当的利率贴现的现金流入和流出。请注意这个公式对股票和债券来说完全相同。尽管如此，两者之间有一个非常重要的，也是很难对付的差别：债券有一个息票（coupon）和到期日，从而可以确定未来现金流。至于股票权益投资，投资分析师则必须自己估计未来的息票。另外，管理人员的能力和水平对于债券息票的影响甚少，主要是在管理人员如此无能或不诚实以至于暂停支付债券利息的时候才有影响。与债券相反，股份公司管理人员的能力对股权的息票有巨大的影响。

巴菲特在伯克希尔公司2000年报中用伊索寓言中一鸟在手胜过二鸟在林的比喻，再次强调价值评估应该采用现金流量贴现模型。

“我们用来评估股票与企业价值的公式完全相同。事实上，这个用来评估所有为取得金融收益而购买的资产的价值评估公式，从公元前600年的一位智者第一次提出后，（虽然他还没有聪明到以至于知道当时是公元前600年），从来就没有变过。这一奇迹就是伊索和他永恒的——尽管有些不完整——投资智慧：一鸟在手胜过二鸟在林。要使这一原则更加完整，你只需再回答三个问题。

（1）你能够在多大程度上确定树丛里有小鸟？

（2）小鸟何时出现以及有多少小鸟会出现？

（3）无风险利率是多少（我们认为应以美国长期国债利率为准）？

如果你能回答出以上三个问题，你将知道这片树丛的最大价值是多少以及你现在需要拥有小鸟的最大数量是多少，才能使你现在拥有的小鸟价值正好相当于树丛未来可能出现的小鸟的价值相当。当然不要只是从字面



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上理解为小鸟，其实是资金。这样延伸和转化到资金方面，伊索的投资格言放之四海而皆准。它同样适用于评估农场、油田、债券、股票、彩票以及工厂等的支出。不论蒸汽机的发明、电力的开发，还是汽车的问世，都丝毫没有改变这个公式，连互联网也无能为力。只要输入正确的数字，你就可以对资本在宇宙间任何一种可能的用途的吸引力进行评估。”

巴菲特认为一般的评估标准，诸如股利收益率、市盈率，或市价净值比，甚至是增长率，与价值评估毫不相关，除非它们能够在一定程度上提供一家企业未来现金流入流出的一些线索。事实上，如果一个项目前期的现金投入超过了未来该项目建成后其资产产生的现金流量贴现值，增长反而会摧毁企业的价值。要是这项投资计划早期的现金流出大于之后的现金流入折现值，有些市场分析师与基金经理人口口声声将“成长型”与“价值型”列为两种截然相反的投资风格，只能表明他们的无知，绝不是什么真知。成长只是价值评估公式中的因素之一，经常是正面因素，但是有时是负面因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 无形资产大于有形资产

只有在具有长期稳定性产业中，具有强大的核心竞争力的企业才具有长期持续竞争优势。长期持续竞争优势是企业具有可预测的稳定的未来现金流量的根本前提。

巴菲特指出："持续竞争优势越突出的企业，有形资产在价值创造中的作用越小，企业声誉、技术等无形资产的作用越大，超额回报率越高，经济商誉也就越庞大。"

在他看来，价值评估的前提是对该公司业务的理解："你得懂这个企业，不然没有一个公式能够计算出内在价值。"

巴菲特在伯克希尔公司 1982 年及其后续的年报中多次重申自己喜欢的企业的标准之一，是具备"简单的业务"。巴菲特认为，为了提高价值评估的准确度，必须选择那些业务简单且稳定，从而使未来现金流量能够预测的优秀企业："我们努力固守于我们相信、我们可以了解的公司。这意味着他们本身通常相当简单且稳定，如果企业很复杂而产业环境也一直在变，我们实在没有足够的聪明才智去预测其未来的现金流量。碰巧的是，这个缺点丝毫不会让我们感到困扰。对于大多数投资者而言，重要的不是他到底知道什么，而是他们是否真正明白自己到底不知道什么。只要能够尽量避免犯重大的错误，投资人只需要做很少几件正确的事情就足以成功了。"



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有在具有长期稳定性产业中，具有强大的核心竞争力的企业才具有长期持续竞争优势。长期持续竞争优势是企业具有可预测的稳定的未来现金流量的根本前提。类似于可口可乐等公司这些优秀的企业，其竞争力、规模、盈利能力、产品影响力、市场优势地位等均在产业内占据绝对领先的地位，公司具有远远超出行业平均水平的盈利能力，并且通过将盈利积累再投资及合理负债进行新投资等不断实现新的增长。

巴菲特将具有持续竞争优势的企业称之为超级明星企业。而这些超级明星企业的持续竞争优势体现在其财务报表上的最明显特征是：拥有历史悠久的、影响力巨大的无形资产，对有形资产需求相对很小，能够产生远远超过产业平均水平的投资回报率，这种超额盈利能力的资本化价值就是经济商誉。巴菲特将他最喜欢的超级明星企业总结为“拥有巨额持久经济商誉的企业，而且对有形资产需求最少的企业”。

事实上，根据债券价值评估模型，在进行企业股权价值评估时，企业的有形资产相当于债券的本金，未来的现金流量相当于债券的利息。和债券一样，本金在总价值中占的比例越大，受未来通货膨胀的影响越大。现金流量越大，公司的价值越高。持续竞争优势越突出的企业，有形资产在价值创造中的作用越小，企业声誉、技术等无形资产的作用越大，超额回报率越高，经济商誉也就越庞大。

喜诗公司是美国最著名的巧克力企业，也是巴菲特收购的第一家长期持续竞争优势企业，这一次收购的巨大成功是巴菲特彻底从购买“雪茄烟蒂”式的便宜企业转向投资于优秀企业的开始。巴菲特经常以喜诗巧克力作为企业经济特许权的例子。“假设你听售货员说喜诗的好时巧克力卖完了，但老板推荐一种无品牌的巧克力，如果你宁愿再步行穿越一条街去购买一块喜诗巧克力，或者说，一块喜诗巧克力让你愿意为她比购买无品牌的巧克力或其他类似产品多付五美分，这正是经济特许权的价值。”

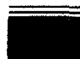
巴菲特在伯克希尔公司 1983 年年报中以收购喜诗糖果公司为例，对持续竞争优势企业的巨大经济商誉特征进行了详细的说明。喜诗糖果正好代表了巴菲特寻找的优秀企业典范：对有形资本需要很小、惊人的无形资产（经济商誉）、拥有强大的经济特许权、较强的盈利能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特说："在1972年，相对来说，只有很少几家企业预计会像喜诗那样持续保持25%的有形资产净值税后收益率，而且是在保守的会计政策和没有财务杠杆的情况下。并非是存货、应收账款或固定资产的公允市场价值产生的如此之高的超额回报率，其根本原因是无形资产的结合，特别是一种消费者在与产品和雇员无数次愉快体验的基础上形成的普遍认同的良好声誉。这种声誉创造了一种消费者特许权，它使产品对于消费者的价值，而不是产品的生产成本，成为售价的主要决定因素。消费者特许权是经济商誉的一个主要来源。其他来源包括不受利润管制影响的政府特许权（例如电视台）以及在一个行业中持续保持低成本生产者的地位。

喜诗公司被收购后每年在利润表已经作为成本扣减的摊销费用，并不是真正的经济成本。喜诗公司1982年仅凭大约二千万美元的有形资产净值赚取了1300万美元的税后利润，这种业绩表明，事实上公司具有的经济商誉远远超过会计商誉的原始总成本。换言之，在会计商誉从收购之时起就有规律地减少的同时，经济商誉则以不规律但却非常坚实的步伐增加。当然，喜诗公司的经济商誉有可能消失殆尽。但它不会在平稳的消耗或与间接上类似于消耗的行为中缩水。更可能出现的是，由于通货膨胀，即使不按不变美元，而按名义美元来衡量，这种商誉也将不断增加。这种可能性的确存在，因为真正经济商誉的名义价值会与通货膨胀同步增长。任何一家需要具有一些有形资产净值进行经营的（几乎所有企业都必须如此）无财务杠杆的企业都肯定受到通货膨胀的损害。对有形资产需求小的公司只不过是受的损害最小。当然对于许多人来说，这一事实很难理解。多年来流传下来的智慧是：对付通货膨胀最好的保护手段是企业大量购置自然资源、厂房设备或者其他有形资产。只可惜传统的历史越长，其中的智慧反而越少。这种保护却并不有效。资产规模庞大的企业往往只能取得较低的收益率，常常仅仅能提供资本以满足企业在通货膨胀下保持现有能力水平不变的需要，除此之外却产生不了更多的资本来支持企业的实际增长，或者用来给投资者发放股利，或者用来收购新的企业。

相比之下，在通货膨胀时期形成的异常多的巨大企业财富，来自这样的企业：把价值持久的无形资产与相对需求较少的有形资产相结合。在这



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种情况下，按名义美元计算的收益会不断提高，而且这些收益总体上完全能够用于收购其他企业。这种现象在传媒企业中尤其明显。这些公司只需要很少的有形资产的投资，但它的特许权仍然能够持续。在通货膨胀时期，商誉是一种不断给予人们回报的厚礼。但这种情形自然只适用于真正的经济商誉。那种比比皆是的、徒有虚名的会计商誉则是另外一回事。当过于冲动的管理层以荒谬的价格收购了一家企业，我们就能发现与前面描述的完全相同的精心设计的会计处理。因为这种荒谬的价格无处可去，最终只能反映在商誉账户中。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

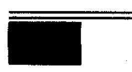
6. 危机带来投资的好时机

足够的安全边际往往出现在具有持续竞争优势的企业出现暂时性的重大问题时。尽管这些问题非常严重，但属于暂时性质，对公司长期的竞争优势和盈利能力没有根本性的影响。如果市场在企业出现问题后，发生恐慌，大量抛售股票导致股价大幅下跌，使公司股票被严重低估，这时将为价值投资人带来足够的安全边际和巨大的盈利机会。

会让那些研究巴菲特投资行为的观察家看走眼的一种情况是：巴菲特有时买下一家前景似乎暗淡无光的企业。1960 年末，他在美国运通银行发生色拉油丑闻事件后，出资吃下该银行的股份，20 世纪 70 年代，他买下了 GEICO 公司，20 世纪 90 年代初期，买下威尔斯法哥银行。

巴菲特为何这么做呢？他牢记格雷厄姆所说的，市场上大多充斥着抢短线进出的投资人，而他们为的是眼前的利益。这是说，如果某公司正处于经营的困境，那么在市场上，这家公司的股价就会下跌。格雷厄姆认为，这是投资人进场做长期投资的好时机。

足够的安全边际往往出现在具有持续竞争优势的企业出现暂时性的重大问题时。尽管这些问题非常严重，但属于暂时性质，对公司长期的竞争优势和盈利能力没有根本性的影响。如果市场在企业出现问题后，发生恐慌，大量抛售股票导致股价大幅下跌，使公司股票被严重低估，这时将为



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资人带来足够的安全边际和巨大的盈利机会。随着企业解决问题后恢复正常经营，市场重新认识到其长期盈利能力丝毫无损，股价将大幅回升。企业稳定的持续竞争优势和长期盈利能力是保障投资本金的安全性和盈利性的根本原因所在。

格雷厄姆首先注意到投资于被低估的大公司相对于同样被低估的小公司会有更大的投资收益："如果我们承认由于普通股显示了优良的成长性和迷人之处，过高估价成长股是市场的一贯作风，那么逻辑上因为一时发展活力不太令人满意而公司失宠于投资者，至少相对而言市场对该股票估值过低也是预料之中的。这也许是股票市场存在的一个基本规律，它提示了一种可以证明是最保守和最有希望的投资途径。进攻型投资者最关键的是要全神贯注于那些正经历不引人注意时期的大公司。当小公司被过度低估时，并且在许多情况下，即使以后它们的收益和股价增长，它们也会有最终丧失盈利能力的风险以及不管收益是否好转都会被市场长期忽略的风险。大公司相比之下有着双重的优势：第一，它们有资本资源和智力资源帮助它们度过难关，恢复到令人满意的正常收益；第二，市场对它们任何好转的表现往往会有适度敏感的反应。"

巴菲特由此也总结出了自己乘虚而入，选择最佳投资机会的方法："巨大的投资机会来自于优秀的公司被不寻常的环境所困，这时会导致这些公司的股票被错误地低估。……当他们需要进行手术治疗时，我们就买入。"

巴菲特喜欢在一个好公司因受到质疑或误解干扰，而使股价暂挫时进场投资。虽然一个人不能预测股市波动，但几乎所有对股票市场历史略有所知的人都知道，一般而言，在某些特殊的时候，却能够很明显地看出股票价格是过高还是过低了。其诀窍在于，在股市过度狂热时，只有极少的股票价格低于其内在价值的股票可以购买。在股市过度低迷时，可以购买的股票价格低于其内在价值的股票如此之多，以至于投资者因为财力有限而不能充分利用这一良机。巴菲特用自己多个成功案例证明市场狂跌是以较大安全边际低价买入股票的最好时机。

对于所有的企业而言，周期性的经营循环经常发生，以电视台和报社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而言，他们仰赖的是广告收入，而整体经济状况会影响广告费率，进而造成营收的变动。经济不景气，广告收入锐减，报社和电视台的营收必然减少，反映在市场上，就是上述公司的股价下跌。

美国广播公司1990年就面临了这个问题。当年度由于经济不景气，该公司宣布它1990年的净利大致和1989年的净利一样，而之前，市场上的看法认为该公司的每股盈余应该增长27%左右。这个消息一经公布，在六个月内，该公司股价从每股63.30美元跌落到每股38美元；跌幅约为40%（1995年，美国广播公司同意和迪斯尼公司合并，使美国广播公司的股价上涨至每股125美元，如果在1990年，某人以每股38美元买入该股，并在1995年以每股125美元的价格卖出，每股获利为87美元，换算成税前的年复利报酬，约为26%）。

同样的状况可能发生在银行业，某年度利率的改变会影响银行的营业收入和获利；不动产市场的景气循环也会对银行界造成影响，经过一段时期的不景气，随之而起的可能是不动产业界的大幅扩张，但是全面性的经济不景气，对各种银行的影响程度不一。对大型银行而言，如威尔斯法哥(Wells Fargo)，其所受冲击的程度，就远比地方型的小银行严重得多。

大型银行在整个商业体系和经济社会中扮演重要的角色。除了和成千上万的个人、企业有业务往来之外，这些大型银行对小型银行而言，也扮演资金融通的角色，实属银行中的银行。他们可以直接向美国财政部购买公债，再转售给其他银行或机构。在美国联邦准备银行眼中，这些大型银行是金融体系的重心，一旦发生任何经营不善的问题，所波及的范围将会牵连甚广。因此，联邦准备银行会尽全力要求其他大型银行将经营不善的银行加以购并，以防风暴愈演愈烈。然而，在经济萧条之际，所有的银行都或多或少发生经营上的问题，此时，联邦准备银行可以做的就是放松银根（即货币供给），并尽可能协助大型银行正常营运。

大多数民众并不清楚银行间彼此的借贷状况，事实上，联邦准备银行扮演着“融通窗口”的角色，允许其他银行以便宜的资金借款来协助自身营运。在寻常的营运时期，如果有某家银行向联邦准备银行申请借贷资金过于频繁，就会受到相关银行法规限制。但是面临全国性的经济萧条，唯



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有联邦准备银行这个融通窗口是唯一一个可以协助并确保大型银行维持正常营运的地方。

在全面性的经济萧条情况下，虽然没有企业不受到伤害，但是经营体质强韧的公司和不堪一击的公司却很容易在这场战役中分辨出来。在美国西岸，有一家财力雄厚、营运良好也最保守的银行，就是全美排行第七大的银行——威尔斯·法哥。在1990年和1991年，由于房地产的不景气，威尔斯银行在不动产贷放业务上出现13亿美元的账面损失，相当于每股净值53美元中的25美元。所谓账面损失，并不一定代表这些损失已经实现或者将来会发生，而是表示银行必须从净值里提存这笔金额，作为应付将来损失发生时的准备金。也就是说，万一这些损失已确定发生，就必须从每股净值中取出25美元来弥补，所以该银行的净值会从每股53美元减少为每股28美元。为了提存这些损失准备，几乎把该银行在1991年的盈余全数耗尽，导致当年该银行的净利只有2100万美元，约为每股盈余0.04美元。

由于威尔斯·法哥在1991年可以说没有赚钱，市场上立即对该银行的股价做出反应，从每股86美元跌到每股41.30美元，跌幅52%左右。巴菲特却买进该公司10%的股份约500万股，平均价格每股57.80美元。

巴菲特眼中的威尔斯·法哥银行是全国经营良好、获利最佳的银行之一，但是该银行在未上市市场的股价却远低于那些和威尔斯·法哥并列同级的银行。在加州有许多居民、企业和许多其他的中小型银行，而威尔斯·法哥所扮演的角色，就是和其他的大型银行竞争，提供给上述居民、企业相关的金融服务，如存款、汽车贷款、房屋贷款等，或是对其他中小型银行做资金融通，通过以上的服务来赚取收入。

实际上，威尔斯·法哥银行所遭到的损失并不如预期的严重。七年后，也就是在1997年，它的股价已经上涨到每股270美元。巴菲特的这项投资，为他赚进了约24.6%的税前复利报酬率。

威尔斯·法哥银行是一家经营管理良好的公司，在业界扮演重要角色，所以当其他经营不善的银行因而倒闭时，该银行仍能屹立不倒。整体的金融体系为了自身的利益以及联邦准备银行都了解这个道理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总而言之，如果已经证实某家公司具有营运良好或者消费独占的特性，甚或两者兼具，就可以预期该公司一定可以在经济不景气的状况下生存下去，一旦度过这个时期，将来的营运表现一定比过去更好。经济不景气对那些经营体质脆弱的公司是最难挨的考验，但经营良好的公司，在这场淘汰赛中，一旦情势有所改观，将会展现强者恒强的态势，并扩大原有的市场占有率。

因为经济的不景气而引起股价的波动，事实上正好给那些以企业主的眼光来进行长期投资的投资人一个绝佳的投资时机。

巴菲特在1996年伯克希尔公司公司股东手册中指出，市场下跌使买入股票的价格降低，所以是好消息。“我们面临的挑战是要像我们现金增长的速度一样不断想出更多的投资主意。因此，股市下跌可能给我们带来许多明显的好处。首先，它有助于降低我们整体收购企业的价格；其次，低迷的股市使我们下属的保险公司更容易以有吸引力的低价格买入卓越企业的股票，包括在我们已经拥有的份额基础上继续增持；第三，我们已经买入其股票的那些卓越企业，如可口可乐、富国银行，会不断回购公司自身的股票，这意味着，他们公司和我们这些股东会因为他们以更便宜的价格回购而受益。总体而言，伯克希尔公司和它的长期股东们从不断下跌的股票市场价格中获得更大的利益。对伯克希尔公司来说，市场下跌反而是重大利好消息。大多数人都是对别人都感兴趣的股票才感兴趣。但没有人对股票感兴趣时，才正是你应该对股票感兴趣的时候。越热门的股票越难赚到钱。只有股市极度低迷，整个经济界普遍悲观时，超级投资回报的投资良机才会出现。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 先慎重决定，后以理想价位买入

如果股票经纪人正试图把一项新发行的股票卖给你，表示投资银行尚未确定其价格，而你也不会获得任何特价。如果股票经纪人正要销售其研究部门所支持的股票给你，你就该警惕自己的从众心理。

华尔街的投资银行家和经纪人，就像为佣金而工作的推销员，尽可能为销售的商品要到高的价格，因此买家几乎不会得到廉价商品。而发行的股票也以最可能的高价来定价，使发行公司得以借股票的发行获得最多的金钱，且投资的银行也能收到最多的佣金。那些打电话给投资人的股票经纪人都是佣金掮客，就像所有的掮客，他们只对能销售到最高价的项目感兴趣。

如果股票经纪人正试图把一项新发行的股票卖给你，表示投资银行尚未确定其价格，而你也不会获得任何特价。如果股票经纪人正要销售其研究部门所支持的股票给你，你就该警惕自己的从众心理。因为当股票价格向上爬升时，经纪人的热忱也会随着提高。“今天上涨了两位数!”“最好再快一点!”他们会这么说。巴菲特提醒投资者们：“你应该先决定想进入的行业，并在一个能使你获利的适当价格时才买进。”

然而，当价格上扬时，巴菲特就丧失对任何投资的兴趣。这很有趣，在这个领域里，最会赚钱的人所秉持的策略与那个打电话给你，试图卖某

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个股票给你的家伙的想法正好相反。

因为华尔街证券经济人将买什么与用什么价钱买的问题混杂成一个令人迷惑的难题，将投资人的注意力集中在买什么的问题上，而完全忽略价格问题。就像珠宝或艺术品的推销员，把形式美学放在功能问题之前，华尔街经纪人也认为一个企业的财务具有美学品质，并成功地将价格与实体做一区隔。巴菲特说："他们绝不会打电话告诉你：某某公司是家很棒的公司，但它的价格太高了。事实上，如众所皆知的，他们或许真的认为值得以任何价格收购某某公司的股票，但如果我们也加入这个游戏，那么我们就跟他们一样笨。"

值得谨慎的是，股票经济人试图卖给你的是股票价格上扬的前景。如果实用不是你的首要问题，那么你看待任何投资就该像巴菲特一样，从商业观点出发。要反复询问的，不是正在上扬的股票价格而是所投资的行业是否能赚钱，能赚多少？一旦这些数字确定了，股价所能给予的利润就能计算出来。

巴菲特指出，将注意力集中在容易了解和具有持久的经济基础，且把股东放在第一位的管理者所管理的公司上，并不能保证成功。首先，他必须以合理的价格购买，同时公司必须符合他对企业的期望。巴菲特承认，如果我们犯错则是因为下面三个地方出了问题：一是我们所支付的价格；二是我们所参与的经营管理；三是企业未来的经济状况。他指出，错误的估计最常发生在第三个原因上。

巴菲特的意图是，不但要辨认出可以赚得高于平均收益的公司，还可以在价格远低于其实质价值时购买这些企业。格雷厄姆教导巴菲特，只有在价格与价值之间的差异高过安全边际的时候才购买股票。

安全边际的原则大力地协助了巴菲特。首先，使他避免受到价格上的风险。如果巴菲特所计算的企业价值，高于它的每股价格，则不会购买该股票；他推论道，如果公司的实质价值因为他错估未来的现金流量而有些许下降，股票价格终究也会下跌，甚至低于他所购买的价钱。但是，如果存在于购买价格与公司实质价值之间的差价足够大，则实质价值下跌的风险也就比较低。假设巴菲特以实质价值的七五折购买一家公司，但随后该



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的价值下跌了十个百分点，他最初的购买价格仍然会为他带来适当的报酬率。

安全边际原则也提供了一些机会，使我们可能获得极佳的股票报酬率。如果巴菲特正确地辨别出一个拥有高经济报酬率的公司，长期之后，该公司的股价将会稳定地攀高，反映出它的报酬率。股东权益报酬率持续维持在15%的公司，它股价的上涨程度将会超过股东权益报酬率10%的公司。不仅如此，使用安全边际，如果巴菲特能够在远低于实质价值的价格下收购这个杰出的企业，伯克希尔将会在市场价格进行修正的时候，额外的大赚一笔。巴菲特说："交易市场就像上帝一样，帮助那些自助者。但是和上帝不同的是，交易市场不会原谅那些不知道自己在做什么的人。"

1988年，巴菲特第一次购买可口可乐股票的时候，人们问他："可口可乐公司的价值在哪里?"巴菲特的回答是可口可乐公司的价值是它有市场平均值15倍的盈余和12倍的现金流量以及30%～50%的市场溢价。巴菲特为一个只有6.6%净盈余报酬的企业，付出五倍于账面的价格，原因是有可口可乐的经济商誉作保证，所以他非常乐意投资。当然，巴菲特曾经解释价格与价值并没有太大的关系。犹如其他公司，可口可乐公司的价值主要取决于企业生存期间现金流量的预估值，以适当的贴现率折算成现值。

1988年，可口可乐公司的股东盈余（净现金流量）为8.28亿美元。30年期的美国政府公债（无风险利率）利率为大约是9%。如果在1988年可口可乐公司的股东盈余，以9%的贴现率（我们要知道，巴菲特不会在贴现率中加入风险溢酬）折现，可口可乐公司的价值在当时是92亿美元。当巴菲特购买可口可乐的时候，公司的市场价值是148亿美元，巴菲特可能花了太多钱买这家公司。但是92亿美元是可口可乐公司目前股东盈余的折现价值。因为市场上的其他人乐意付上比可口可乐公司（实值92亿美元）实质价值更高的60%代价来购买它，显示买主将它未来成长的机会也视为价值的一部分。

可口可乐公司不需要额外的资金就能增加股东盈余，主要是利用无风险报酬率和股东盈余增长率相减得出的差来增加利润。分析可口可乐公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司，我们可以发现1981～1988年，股东盈余每年以17.8%的增长率增长——比无风险报酬率还要快。当这种情形发生时，分析师使用两阶段折现模型（two stage discount model）。当一家公司在某几年有特殊的表现，并长期以较稳定的比例增长时，此模型就适合用来计算未来的盈余。

我们使用二阶段的流程，计算可口可口1988年的现值及其未来现金的流量。1988年，可口可乐公司的股东盈余是8.28亿美元。如果我们假设可口可乐公司在未来10年内能够以每年度15%的比例增加股东盈余（这是合理的假设，因为这个比例比公司前七年的平均值还低），第十年度股东盈余将为33.49亿美元。让我们进一步假设在第十一年度刚开始时，增长率将会减少到每年5%，使用9%的贴现率（那时的长期债券利率），我们能计算可口可乐公司的实质价值在1988年为483.77亿美元。

我们能假设不同的增长率重复这项计算。假设可口可乐公司的股东盈余在未来10年的增长率为12%之后，则每年以5%增长，以9%的贴现率计算公司现值为381.63亿美元。若在未来10年是以10%的比例增长，以后都以5%的比例增长，可口可乐的价值将为324.97亿美元。而且如果我们假设所有的增长率皆为5%，公司至少仍值207亿美元。

1988年6月，可口可乐公司的价格大约是每股10美元。之后的十个月内，巴菲特已取得9340万股，总计投资10.23亿美元，他的平均成本是每股10.96美元，到1989年年底，可口可乐已占伯克希尔普通股投资组合的35%，这是一个相当大胆的举动。

从1980年葛苏达控制可口可乐公司开始，公司的股价每年都在增加。在巴菲特购买他的第一张可口可乐公司股票的前五年中，可口可乐股票的股价每年上涨18%。该公司的经济状况非常好，所以巴菲特无法以较低的价格买到任何一张可口可乐公司的股票。在这期间，史坦普工业指数也在上扬。可口可乐公司及股票市场都没有机会让他以低廉的价格购得股票，但巴菲特仍然依市价购买。他再次说明股价与价值之间是没有什么关系的。

在1988～1989年巴菲特购买可口可乐期间，可口可乐在股票市场上的价值平均为151亿美元。但是巴菲特估计，可口可乐公司的实值大约是从



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

207 亿美元（假设股东盈余以 5% 的比例增长）、324 亿美元（假设股东盈余以 10% 的比例增长）、381 亿美元（假设股东盈余以 12% 的比例增长）到 483 亿美元。

巴菲特低价买进，这个“低价”是相比较于实质价值而言的。在价格远远低于其实质价值时，巴菲特就会毫不犹豫地买进。

如我们所知，巴菲特先发现要买什么，再决定价格是否正确。巴菲特拿一个现实生活中的事做类比，就像是“格雷厄姆到折价商店进行廉价采购，任何廉价的东西都好，只要是廉价的。你一定知道这种感觉，当你走进一家商店，在你眼前的是个从 259 美元降到 25 美元的铲雪机，即使你住在佛罗里达，从来不会用到铲雪机，但价格低到让你舍不得放弃。那就是格雷厄姆选择投资项目的方式。”巴菲特的方法是事先决定他所要购买的，等到它开始拍卖时才买。所以，唯一会在折价商店发现巴菲特的时候是他正在检查他所需要的东西是否正在拍卖。巴菲特以同样的方法在市场中进行安全运作。他已经知道想要拥有什么样的公司了，所等待的就是适当的价格。对巴菲特来说，买什么和用什么价格买是不同的问题。他会先决定买什么，再决定它是否处于适当的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8. 买进价位的决定性作用

不管你打算持有你所投资的股票多长期间，有一点非常明确的是，扎实而且可预测的盈余是重要的考虑要素。如果你购买一只每股25美元的股票，它最近一年的每股盈余是每股5美元（等于20%的投资报酬率），而如果下一年度公司不配发任何盈余，那么你的年回报率为零。

如果你要买一个公司，你可能需要知道一年可赚多少钱，买价是多少。有这两个数据你就可算出你的投资报酬率，即用该公司每年所赚的钱除以买价。因此不管是百分之百买下一个企业，或只投资一股，巴菲特都用所赚的钱除以买价。因此，不管是百分之百买下一个企业，或只投资一股，巴菲特都用相同的评估方法，即用买价决定报酬率的高低。

让我们先回答一个问题：如果有人愿意卖给你一个在年底收到1100美元的权利，你最高愿意付多少钱在年初买下这个权利？如果你付出1100美元，而在年底又付你1100美元，你在该年的投资报酬率等于零。

然而如果你年初付出1000美元，在年底收到1100美元，你的获利即为100美元，年回报率为10%。现在你的下一个问题是，10%的年回报率



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与其他投资报酬率相比，是否是好的报酬率。为了做此决定，你该货比三家。你可能发现银行提供你7%的存款利息，这表示你借给银行1000美元，一年后你将得到1070美元。很明显地，10%的报酬率高于7%。如果你比较许多不同的投资，仍发现10%的报酬率最高，你可以下此结论：我这样投资得到的报酬高于其他。

然后，回到我们的问题上，今天你愿意付出多少价钱，以取得年底回收1100美元的权利？如果你至少要求10%的报酬率，最高价格你只应该付1000美元。如果你的价格提高，例如付出1050美元，你的获利将减少50美元，报酬率随之下降（50÷1050=4.7%）。如果你付出较低，如950美元，你的获利将是150美元，则报酬率上升（150÷950=15.7%）。由此可知，买价愈高报酬率愈低，买价格愈低报酬率愈高。付的愈多获利愈少，付的愈少获利愈多。

巴菲特认为："投资者的买价决定投资报酬率的高低，投资者应该时时把这个关键牢记在心。"

巴菲特评估一个企业的价值时，其思考流程是，找出每股年盈余，并将这个盈余视为他的投资报酬率。所以如果一个公司的每股盈余为5美元，股票市价为每股25美元，巴菲特的看法是他的年投资报酬率为20%（5÷25=20%）。而这5美元可以配发给股东当作现金股利，或保留在公司内作为企业扩充及营运之用。

因此，如果你每股付出40美元，该股每年配发5美元股利，那么巴菲特计算投资该公司的投资报酬率为12.5%（5÷40=12.5%）。基于此思考，一股市价10美元的股票，每年配发每股5美元股利，投资该公司的报酬率是50%（5÷10=50%）。再一次证明：你付出的买价将决定投资报酬率的高低。

不管你打算持有你所投资的股票多长期间，有一点非常明确的是，扎实而且可预测的盈余是重要的考虑要素。如果你购买一只每股25美元的股票，它最近一年的每股盈余是每股5美元（等于20%的投资报酬率），而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果下一年度公司不配发任何盈余，那么你的年回报率为零。巴菲特所要投资的公司是经济状况及管理层都非常扎实健全，并能创造可以合理推估的盈余。只有完全符合这些条件，巴菲特才可能预估该公司的未来投资报酬率及投资该公司的价值。

由上可知，巴菲特思考的基本方式不外乎两方面：其一，你付出的买价决定投资报酬率的高低；其二，为了决定你的投资报酬率，你必须先合理地推算企业的未来盈余。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. 止损关键在于意志坚定

巴菲特认为止损操作的关键在于意志坚定，在应该止损时绝不要心存侥幸，决不能用各种理由来说服自己放弃或推迟实施止损计划，必须不折不扣地执行操盘纪律。

巴菲特选股纯粹是从个股基本面出发的，很少考虑其技术面，其所选股票的特征是优质股。

巴菲特的止损理念有两个要点：

（1）止损的依据。

一般来说，止损的依据是个股的亏损额，即当某一股票的亏损达到一定程度时，应斩仓出局；但止损的依据也可以是某个投资者的资金市值，这往往是针对投资者的整个股票投资组合而言的。当总的亏损额超过预定数值时，应减仓（减少持股）或清仓（完全离场）；止损的依据还可以是股市大势（即股指），即当股指跌破预定点位时，应减仓或清仓。巴菲特认为在制定止损计划时，投资者首先应根据自身的投资状况确定止损的依据。

（2）止损位的设置。

止损位的设置是止损理念的关键，一般根据有关技术位和投资者的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金状况确定。但在不同的止损依据下，设置止损位考虑的重点也有所区别。例如，对个股止损一般根据个股的技术位和投资者对亏损的承受能力来设置，奥尼尔则简单地规定亏损7%为止损位；对股指止损，则根据大盘的技术位和投资者对亏损的承受能力来设置；资金止损，则主要根据投资者对亏损的承受能力来设置。不论哪种止损计划，需要考虑的莫过于亏损承受力和技术因素。前者是因人而异的，也无客观的标准可言，可以是奥尼尔的7%，也可以是你自己企业的10%；但技术因素则涉及技巧和经验。常见的方法是结合技术位来设置止损位，比如：某个股因利好传闻而创出近期新高10.80美元（假设原高点是10美元），投资者在技术性回调过程中以10.20美元买入，一般可考虑在股价跌破原高点10美元时止损，但基于破位有效性的考虑，可确定低于原高点一定幅度（如3%或5%）的价格为止损位（如9.70美元或9.50美元）。究竟取什么幅度，则往往取决于投资者的经验和对该股股性的了解。此外，确定止损幅度（指止损位与买入价的距离）还应考虑排除日常价格波动的影响，短线投资的止损幅度要小于长线投资，较高风险状态下的止损幅度要小于较低风险状态。止损幅度过大，则丧失了止损的本意，使一次错误就造成很大的损失；可是止损幅度过小，很可能形成无谓的损失，由于在这种情况下，止损位容易在股价的正常波动中触及。所以，确定合适的止损幅度几乎可以说是一种艺术。

巴菲特认为止损操作的关键在于意志坚定，在应该止损时决不要心存侥幸，绝不能用各种理由来说服自己放弃或推迟实施止损计划，必须不折不扣地执行操盘纪律。国外有些股票市场允许下“止损单”，即在持有某股票的情况下可以下达这样的指令单：当股价低于指定价格时，即刻以市价卖出或限价卖出（分别称为“市价止损单”和“限价止损单”）；如允许下“止损单”，那么止损操作的最佳方式就是在第一时间下止损单（即在确认股票已买入后马上下止损单）。但目前国内股市尚不允许下止损单，这就更要依靠我们的意志和纪律性来完成止损操作。当然，止损计划的实



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

施也可以随行情的变化而适当调整，但必须牢记的是，只能在有利情况下才能调整止损位，即只允许当原投资决策正确时，股价已有一定涨幅后，方能随行情的发展逐步调整原定的止损位，在保证既得利益的同时，尽量赚取更多的利润，这种经调整的“止损计划”有时可称为“止赚计划”。但决不能调低止损位，因为这无异于不实施（至少是推迟实施）止损，彻底违背了止损计划的初衷；而提高止损位不会使亏损扩大，相反只会使亏损减少，乃确保一定的盈利，没有违背止损计划的本意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跟巴菲特学炒股

GEN BAFEITE XUECHAOGU

"我不会只为增加我们公司收入的一点零头就停止一项利润在正常水平以下的业务，但如果公司一旦出现将来可能会大亏本的迹象，那么，哪怕它目前效益很好，也不能继续提供资金。"

——沃伦·巴菲特

第七章

何时买卖比买卖何种股票更重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 买进靠耐心，卖出靠决心

巴菲特不断用他投资时所使用的标准来衡量他已经入股的企业的质量。如果他的一只股票不再符合他的某个投资标准，他会把它卖掉。

不管你在一笔投资中投入了多少时间、心血、精力和金钱，如果你没有事先确定的退出策略，一切都可能化为乌有。

正因如此，投资大师从不会在不知道何时退出的情况下就盲目投资。

退出策略因人而异，与一个投资者的方法和系统有关。但每一个成功投资者都有一种与他的系统相吻合的退出策略。

沃伦·巴菲特的退出策略来源于他的投资标准。巴菲特不断用他投资时所使用的标准来衡量他已经入股的企业的质量。

2000 年，伯克希尔公司与证券交易委员会的往来文件揭示出它已经将它持有的迪斯尼股份卖掉了一大部分。在 2002 年的伯克希尔年会上，一名股东问巴菲特为什么要卖这只股票。永不评论自己的投资是巴菲特的原则，所以他含糊地回答说：“我们对这家公司的竞争力特征有一种看法，现在这个看法变了。”

无疑，迪斯尼已经迷失了主方向。它不再是那个制作像《白雪公主和七个小矮人》这样的永恒经典的迪斯尼了。它的首席执行官迈克尔·艾斯纳（Michael Eisner）的爱好让巴菲特感到不安。迪斯尼在网络中挥金如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

土，把大把资金投入像 Goto. com 搜索引擎这样的网站中，并且购买了像搜信（InfoSeek）这样一些亏损的公司。迪斯尼为什么不再符合巴菲特的标准是显而易见的。

当巴菲特需要为更好的投资机会筹资时，他也会卖掉手头的一些资产。这在他的职业生涯早期是必然的，因为那时候他的主意比钱多。但现在，他已经不必这么做了。在伯克希尔的保险融资给他带来充足资金之后，他面临的是一个截然相反的问题：钱比主意多。

他的第三个退出法则是：如果他认识到自己犯了一个错误，认识到他最初完全不该做这样的投资，他会毫不犹豫地退出。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 把握好退出时机

一个没有系统的投资者，不会有任何系统生成的目标或出售信号。他的最佳做法是遵循一种机械化退出法则。这至少能限制他的损失。

巴菲特说："股市并不是不可捉摸的，人人都可以做一个理性的投资者。"

巴菲特在退出时机的把握上遵循的原则值得我们学习。

在退出时机上，巴菲特会采用以下六种策略中的某一种或几种。

（1）当投资对象不再符合标准时。

比如巴菲特出售迪斯尼的股票。

（2）当他所预料的某个事件发生时。

有些投资是以特定事件将会发生为前提假设的。索罗斯假设英镑会贬值就是一个例子。英镑被踢出欧洲汇率机制的时候就是他退出的时候。当巴菲特做收购套利（takeover arbitrage）交易时，收购完成或泡汤的时候就是他退出的时候。

在上述任何一种情况下，特定事件是否发生都将决定投资者的成败得失。

（3）当他的目标得以实现时。

有些投资系统会得出某项投资的目标价格，也就是退出价格。这是本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杰明·格雷厄姆法的特征。格雷厄姆的方法是购买价格远低于内在价值的股票，然后在它们的价格回归价值的时候（或两三年后依然没有回归价值的时候）卖掉它们。

（4）系统信号。

系统信号主要由技术交易者采用。他们的出售信号可能得自特定的技术图表、成交量或波动性指标，或者其他技术指标。

（5）机械性法则。

比如设定比买价低10%的止损点或使用跟踪止损点（trailing stop，在价格上涨时相应调高，在价格下跌时却保持不变）来锁定利润。机械性法则最常被遵循精算法的成功投资者或交易者采用，它们源自于投资者的风险控制和资金管理策略。

（6）在认识到他犯了一个错误时。

投资标准不完善或没有自己投资标准的投资者显然无法采用退出策略，因为他无从判断一个投资对象是否符合他的标准。另外，他在犯了错误的时候也不会意识到他的错误。

一个没有系统的投资者，不会有任何系统生成的目标或出售信号。他的最佳做法是遵循一种机械化退出法则。这至少能限制他的损失。但这无法保证他获得任何利润，因为他没有做像巴菲特这样的投资大师所做的事情：首先选出一类有正平均利润期望值的投资对象，然后围绕它建立一个成功的系统。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 我们要的是利润，而不是损失

大多数人都将投资错误等同于投资损失。但巴菲特对错误的定义更严格：不符合自己的投资标准。即使一笔不符合他的标准的投资最终盈利，他也将它视为一个错误。

一种成功的退出策略不可能独立于其他因素，它是一个投资者投资标准和投资系统的直接产物。

如果说巴菲特坚定地遵守着他的投资标准，他怎么会犯这样的错误呢？

这些错误大都是无意中犯下的。比如，沃伦·巴菲特1961年用100万美元（也就是他的合伙公司1/5的资产）控制了登普斯特·米尔制造公司。这家公司位于一个离奥玛哈144公里远的小镇，生产风车和农用设备。巴菲特使用的是格雷厄姆式的购买“烟屁股”企业的策略，而登普斯特就属于这种企业。作为控股股东，巴菲特成了董事长。他每个月都得恳求管理者们削减日常开支并减少存货，他们嘴上答应得好好的，心里却盼着巴菲特赶快回奥玛哈。当巴菲特意识到他收购这家公司是个错误后，他决定立即将它卖掉。

但可惜一直无人对登普斯特感兴趣。此前，巴菲特没有认识到当少数股东和当控股股东的区别。如果他只有10%或20%的股份，他可以很轻松地把这些股份抛掉。但手握70%的股份，他要卖的是控制权，没人想要这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家公司的控制权。

巴菲特发现，扭转企业的状况不是他的“特长”。为了纠正错误，他找到了他的朋友查理·芒格，而芒格认识一个叫哈里·伯特的人，他可能是登普斯特的救世主。哈里·伯特进入主公司后，开始削减成本，大幅减少存货，挤出了不少现金。巴菲特就把这些钱再投资到债券中。

1963 年，巴菲特将已经扭亏为盈而且有 200 万美元债券资产的登普斯特以 230 万美元的价格卖掉。巴菲特后来承认，如果他只是一个少数股东而不是企业的拥有者，他“纠正这类错误的速度会快得多”。

伯克希尔棉花制造公司是巴菲特最早投资的企业。这家公司成立于 1889 年，至 1929 年时，伯克希尔与其他纺织工厂合并，成为英国最大的工业公司之一。其生产的棉花占英国所需的 25%，并消耗掉新英格兰发电量的 1%。至 1955 年，伯克希尔棉花制造公司和哈萨威制造公司合并后，改名为伯克希尔·哈萨威公司。但由于当时持续低迷，使合并后的伯克希尔·哈萨威公司的日子并不好过，至 1965 年时，该公司股东权益已经滑落了一半，营运损失已超过了 1000 万美元。

20 世纪 70 年代后期，伯克希尔·哈萨威公司的股东们开始怀疑继续在纺织行业投资的明智性。巴菲特并未隐瞒困境，但多次表达了自己的考虑：伯克希尔·哈萨威公司下属的纺织厂是所在地区最大的雇主；员工队伍相对来说只需较为固定的技能；企业管理班子显示出了高度的热情；工会也一直比较配合公司管理层的工作。总之，巴菲特相信经营纺织品仍有利可图。不过，他也声明，他希望纺织集团能以少量的资本支出取得正的收益。

伯克希尔·哈萨威公司进入 80 年代后，巴菲特逐渐从事实中明白了一些道理。首先，纺织生意的特定本质决定了它不可能实现高回报。纺织品是一种与竞争对手的产品很难区分的商品，国外的竞争者依靠雇佣廉价劳动力的低成本竞争优势挤压经营利润。其次，为了保持竞争力，纺织厂需要补充相当大的资本投入，这在通货膨胀的环境中是很可怕的，一旦经营回报匮乏就会陷入灾难之中。

巴菲特当时面临艰难的抉择。如果为了保持竞争力而对纺织分部投入



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量资本，伯克希尔·哈萨威公司可能会陷入资本支出扩张但收入可怜的境地；如果不追加投资，伯克希尔·哈萨威公司的纺织厂就会在与国内外其他纺织厂的较量中失去竞争力。而不论伯克希尔·哈萨威公司在纺织分部是否追加投资，国外厂家仍然具有雇佣廉价劳动力的低成本竞争优势。

1980 年，伯克希尔·哈萨威公司年度报表显露出了纺织分部的凶兆。那一年，纺织分部失去了它在董事长报告中的显著位置，紧接着第二年，报告根本未提到纺织业务。最终，1985 年 7 月，巴菲特终于删除了有关纺织部门的一页，从而结束了这项大约有一百年历史的业务。

这是一项失败的投资，也是巴菲特投资经验的宝贵积累。他说：“我不会只为增加我们公司收入的一点零头就停止一项利润在正常水平以下的业务，但如果公司一旦出现将来可能会大亏本的迹象，那么，哪怕它目前效益很好，也不能继续提供资金。”尽管纺织部门遭遇不幸，但这一经历并不完全意味着失败。俗话说，失败是成功之母。首先，巴菲特明白了一个宝贵的教训：很少有人能成功地挽救一个病入膏肓的亏损企业。其次，巴菲特用纺织业务早期阶段创造的资本购买了一家后来成为伯克希尔公司摇钱树的保险公司——政府雇员保险公司，可谓失之桑榆，得之东隅。

这些退出策略有一个共同点：对投资大师来说，它们都是不带情绪色彩的。投资大师关心的不是他会在一笔投资中赚多少或赔多少。他只是遵循他的系统，而他的退出策略只不过是这个系统的一部分罢了。

一种成功的退出策略不可能独立于其他因素，它是一个投资者投资标准和投资系统的直接产物。这就是典型的盲目的投资者兑现利润和接受损失如此困难的原因。所有人都告诉他投资成功依赖于“甩掉损失，让利润增长”。投资大师会赞同这句话——所以他们才建立了一个使他们得以成功贯彻这一法则的系统。

通常，利润和损失都会让盲目的投资者紧张。当一笔投资小有盈利时，他开始担心这些利润会化为泡影。为了消除压力，他脱手了。毕竟，专家们不是说“保住利润你就永远不会破产”吗？当然，他在往银行里存这些利润的时候感觉良好，尽管只是 10% 或 20% 的利润。

在面对损失的时候，他可能会告诉自己那只是纸面损失——只要他不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

割肉。他一直希望这只是“暂时”的调整，价格将很快反弹。如果损失越来越大，他可能对自己说只要价格反弹到他的买价他就抛出。当价格继续下跌，对持续下跌的恐惧最终取代了对价格反弹的期望，他终于全部抛出——往往是在最低价附近抛出的。

总的来看，他的一系列小盈利经常被一长串大损失抵消，与巴菲特斯的成功秘诀“保住资本”正好相反。

没有标准，是否兑现利润或接受损失的问题就被紧张情绪支配了。在价格一路下跌的过程中，盲目的投资者不断寻找新借口，告诉自己某只股票可能是好股票，说服自己坚持下去，因此一直没有直面这个问题。

大多数人在感到迷惑的时候都会紧张，但无论如何都要行动。一个投资者可能无限期地推迟一笔投资，但他回避不了兑现利润或接受损失的决策。只有明确自己的投资哲学和投资标准，他才能摆脱紧张。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 在长期持有和何时卖出间权衡利弊

一旦买进股票，只要该企业的经营本质没有发生剧烈的改变，巴菲特就会长期持有。

巴菲特以前对于何时卖出股票，在本质上是效法格雷厄姆的。格雷厄姆认为，当某支股票的价格已经达到它的实质价值时就是卖出的时机。他觉得，一旦证券价格超过其实质价值，就几乎不具有潜在利益，投资人最好再寻找其他价格被低估的股票。

如果格雷厄姆以每股 15 美元买进一支他认为实质价值约有 30 ~ 40 美元的股票，当股票价格达到每股 30 美元时，他就会把这支股票卖掉，然后再继续寻找并投资其他价格被低估的股票。

格雷厄姆发现，如果以低于该股实质价值的价格买进一支股票，持股的时间愈长，那么预期的年复利报酬率愈低。因为如果某人以每股 20 美元买进某支实质价值为 30 美元的股票，在第一年时，该股价格才上涨至其实质价值，那么年复利报酬率就掉到 22%。如果花了三年时间，年复利报酬率为 14.4%，四年则为 10.6%，五年则为 8.4%，六年则为 6.9%，七年 5.9%，到了第八年为 5.1%。

为了解决持股愈久，报酬率愈低的问题，格雷厄姆采取的方法是，唯有在某支股票的价格和它的实质价值有“足够”的差距幅度时，才进场买进，这样才能提供投资人相对的安全边际，而安全边际就是用来保护投资人万一买到那些长时间才能充分反应实质价值的股票。投资人认为股价要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多久才会上升到该股的实质价值，就决定其所需的安全边际大小。如果预期投资时间很长，那么安全边际就大；如果预期时间短，那么较小的安全边际可能就已足够了。

格雷厄姆的法则又衍生了一个问题：万一股价永远无法上涨至该股的实质价值，该怎么办？

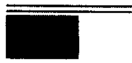
对于这个问题，格雷厄姆的答案是等2～3年。理由是，如果某支股票价格不能上涨至其应有的实质价值，而且可能永远都达不到，在这种情况下，最好还是出清持股再寻找其他标的吧！

巴菲特发现上述方法其实无法真正解决实现实质价值的问题，巴菲特多半时候还是握有那些从未达到预估实质价值的股票，并未出脱。因为纵使把那些股票卖了，美国的税务局也会对资本利得课税。所以他认为格雷厄姆的处理方式有欠妥当。

查理·芒格和菲力普·费雪则提出另一种解决办法，他们的论点是只要投资人买到一家正在成长的优良企业的股票，而且公司的经营管理阶层以股东的权益作为最大考量，那就不必出脱这支股票，除非整体环境发生变化或者另有更好的投资标的。他们认为此种投资策略，可以获得最佳报酬，因为投资人可以充分享受企业运用保留盈余进而产生的复利报酬效果。

为了实践这种策略，巴菲特放弃格雷厄姆的方法，同时不再仅基于股票价格的考量而买进股票。他强调："我们需要强调，我们不会仅仅因为股价已经增值，或因为我们已经持有了很长时间而卖掉它们。"他开始以企业的整体经营本质来作为投资决策的依据。那些创造出高资产报酬率的优良企业，具备消费独占的特质，同时其管理层以照顾股东的权益为主要考量。

当然，价格仍然是巴菲特考量是否买进股票以及预期可以达到投资报酬率的因素。但是，一旦买进股票，只要该企业的经营本质没有发生剧烈的改变，巴菲特就会长期持有。运用这项策略，他做了几项最棒的投资，包括对《华盛顿邮报》和GEICO公司的投资。在过去的12年中，这两家公司每年都带给巴菲特17%以上的复利报酬率，因为巴菲特已经看出长期持有这些深具发展潜力的公司的股票，会带给他丰厚的获利。纵然这两家公司的股价有时会超过格雷厄姆学派人士所认定的实质价值，巴菲特还是继续持有这些股票。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跟巴菲特学炒股

GEN BAFEITE XUECHAOGU

巴菲特通过投资股票成为世界第一富翁的秘诀

◆ 在能力范围内投资

对于大多数投资者而言，重要的不是他知道什么，而是清楚地知道自己不知道什么。

◆ 重视公司质量

以一般的价格买入一家非同一般的好公司，远远胜过用非同一般的好价格买下一家一般的公司。

◆ 情商和智商一样重要

就算智力一般，只要拥有控制自我欲望的能力，能带领投资者避开风险，你就会取得成功。

巴菲特选股最重视三个指标

◆ 净资产收益率 公司负债 是否具备持久的核心竞争力



定价：29.80 元